

策略研究员

刘浩波

0755-82026839

liuhaobo@cjis.cn

许应涛

010-66276935

xuyingtao@cjis.cn

曹雪锋

010-66276925

caoxuefeng@cjis.cn

张媛媛

zhangyuanyuan@cjis.cn

0755-82026740

相关报告

策略四季度报告

投资是主线 消费有热点

本报告深入分析了四季度股指运行的可能趋势，提出了行业配置分析框架和建议。

投资要点：

- 三季度经济复苏态势进一步明确，然而股指却走出了明显的调整行情。我们一直建议重点跟踪的三个指标是：流动性、地产销售数据以及企业盈利情况。在三季度投资者对上述三个指标的预期以及随后的验证对大盘走势构成了明显的影响：对流动性的担忧引发了市场调整，而地产销售波动令市场担心经济增长的可持续性；盈利增长情况则尚不足以支撑过高的估值水平。
- 我们认为四季度股指将在“复苏”和“估值”两股力量的博弈中走出慢牛震荡行情。经济复苏的真实展开带来的盈利增长将成为股指上涨的主要推动力量。另一方面，流动性最宽松的时期已经过去，估值水平不再继续大幅扩张。温和的盈利增长不支持股指的持续大幅上涨。
- 由于海外经济体复苏进程相对缓慢，近期贸易摩擦不断增加，出口的复苏将是缓慢的。其对投资、消费的间接拉动作用将相对有限。消费方面，经济复苏的真实展开以及政府在劳动分配、社会保障和刺激消费政策方面所做的承诺和指引对消费产生正面作用。我们认为消费将温和增长。对于受益于消费刺激政策的商品，有可能出现投资热点。在推动经济增长的三驾马车中，投资仍然是主要的推动力量，除了依然高速增长的政府投资外，地产投资的启动将成为未来经济增长的关键，它也是影响股票市场波动的重要因素。
- 我们认为地产投资将温和启动：与地产需求相比，短期内地产供给的弹性更大，它是短期内对地产价格的主要影响因素。而地产价格对地产销售的影响非常明显，地产销售则是领先地产投资的重要指标。从屯地比例与房价涨幅明显相关的情况看，地产商有能力通过调节财务杠杆控制供给和销售节奏。地产商对销售的合理调节将有利于地产投资的温和启动。
- 政策方面，保增长、调结构的政策导向在四季度不会改变。从流动性趋于稳定的角度看，我们认为四季度 A 股估值水平也将趋于稳定。股票供给增加的预期在四季度对估值水平的实质影响不大。股指的上涨要靠盈利增长来推动。
- 我们预测四季度上证指数的点位运行区间为 2600 点到 3200 点。受业绩浪推动，10 月可能出现股指季度内高点。综合行业景气度、估值与技术面的分析，我们建议超配建筑与工程、银行、石油天然气设备与服务、券商、地产、煤炭、媒体、电信与服务、电气设备、医药和食品饮料

风险提示：地产投资增速、流动性和盈利增长超过或者低于预期

目录

第一部分 三季度回顾：复苏明确 隐忧渐生	5
一、流动性隐忧诱发市场调整	6
二、地产销售波动令市场担心经济增长的可持续性	7
三、盈利增长尚不足以支撑过高的估值水平	8
第二部分 四季度展望：盈利与估值的博弈	9
一、投资是保增长的主要手段 消费是调结构的热点领域	9
1、出口复苏缓慢 消费温和增长 投资高位企稳	9
1.1 出口复苏缓慢	9
1.2 消费温和增长	10
1.2.1 后续政策刺激偏向消费领域	11
1.2.2 经济复苏引发结构性通胀、食品饮料受益最大	11
1.3 投资仍是四季度经济增长的主要动力	14
1.3.1 固定资产投资增速仍然高企	14
1.3.2 地产投资将温和启动	15
1.3.2.1 控制供给节奏是地产商调节销售的有效手段	15
1.3.2.2 地产商通过调节财务杠杆控制供给节奏	16
1.3.3.3 政府打击囤地行动有所升级	18
1.3.3.4 “金九”低于预期源于供给偏紧	20
1.3.3.5 四季度地产销售仍可乐观	21
1.3.3.6 地产销售增长带动地产投资增长并惠及多个行业	22
1.4 风险因素	24
2、保增长 调结构的政策导向未变	24
2.1 货币政策维持目前力度	24
2.2 财政政策注重落实已有计划	24
2.3 资本市场政策将更有弹性	24
二、估值水平趋于稳定、股指上涨靠盈利推动	25
1、我国 A 股估值水平与流动性关联较大	25
2、股票供给增加对估值水平的实质影响有限	27
2.1 四季度解禁压力不大	27
2.2 IPO 尚未对市场形成明显压力	29
3、盈利增长回暖 成为推动大盘的主要动力	31
三、点位预测及风险因素	32
1、四季度运行区间在 2600 点到 3200 点	32
2、突破上下限预测的风险因素	34
第三部分 行业配置：投资是主线 消费有热点	34
一、行业景气度分析	34
二、更加重视估值和技术面角度配置行业	35
三、综合配置建议	37
附录： 预测每年城镇新增人口和改善性住房需求接近 6 亿平米	40

图表

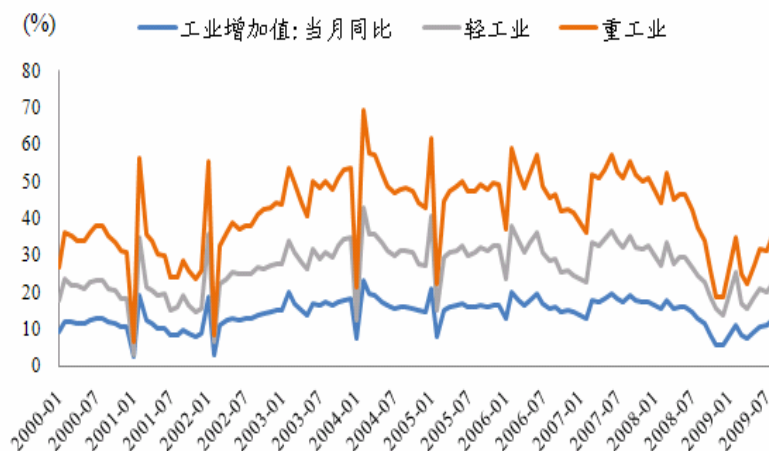
图表 1: 8 月工业增加值大幅增长	5
图表 2: 发电量	5
图表 3: 上证指数 3 季度走势	6
图表 4: 新增信贷	6
图表 5: 2009 年一季度风格指数涨跌幅比较	7
图表 6: 2009 年上半年工业企业收入和利润同比增速	8
图表 7: PMI 出口订单	9
图表 8: 2009 年出口增速预测	10
图表 9: 温和通胀促进消费增长	12
图表 10: 年初以来玉米价格底部大幅回升	12
图表 11: CPI 各种类上涨表现	13
图表 12: 上轮通胀中粮食价格率先上涨	13
图表 13: 食品价格的上涨带动消费上升	13
图表 14: 08 年酒类价格上涨刺激了其消费增长	13
图表 15: 8 月城镇固定资产投资反弹至 33.65%	14
图表 16: 屯地比例与房价涨幅	15
图表 17: 房屋价格指数与地产销售增速	15
图表 18: 地产行业屯地比例与财务杠杆（借款与净资产之比）的关系	16
图表 19: 土地购置和开发进度落后于在建工程进度	17
图表 20 近期清理闲置土地政策法规及各地执行情况一览	19
图表 21: 北京期房可售量（周数据）	20
图表 22: 上海期房可售量（周数据）	21
图表 23: 深圳期房可售量（周数据）	21
图表 24: 月度地产销售面积（亿平米）	22
图表 25: 地产销售拉动地产投资增长	22
图表 26: 2005 年房地产业完全产业链条	23
图表 27: M1、M2 之差继续扩大	25
图表 28: 企业活期存款继续增长	25
图表 29: 新增储蓄存款	26
图表 30: 新增储蓄存款与股指	26
图表 31: 2009 年各季度解禁股份占比	27
图表 32: 2009 年各季度解禁股份市值占比	28
图表 33: 2009 年四季度解禁股份类型占比	28
图表 34: 近期 IPO	29
图表 35: 扣除金融、综合性石油天然气板块后 A 股的盈利预期	31
图表 36: 盈利增速预测	31
图表 37: 市场一致性盈利增速预测	32
图表 38: 上证指数市盈率	32
图表 39: 中投证券研究所点位测算结果	33
图表 40: 重点行业 PMI 景气排序（2009 年 9 月）	34
图表 41: 四季度各主要行业供求景气判断	35
图表 42: 从估值和技术面进行的正态分布打分排序	36

图表 4 3: 行业景气度与相对估值、涨跌幅比较	36
图表 4 4: 综合行业配置建议	37
图表 4 5: 消费品零售额具有明显的季节性	39
图表 4 6: 每年潜在的城镇化和改善性需求预测 (亿平米)	40

第一部分 三季度回顾：复苏明确 隐忧渐生

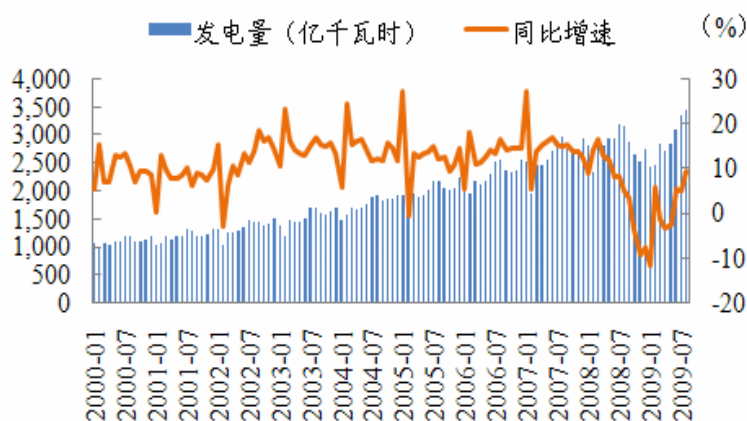
三季度经济复苏态势进一步明确：8月工业增加值增幅进一步扩大，当月同比达到12.30%，高于7月份1.5个百分点。其中轻工业增速高达13.20%，回到08年8月份水平。发电量连续6、7、8月正增长，8月涨幅更是大幅扩大到9.27%，7月为4.27%。

图表 1：8月工业增加值大幅增长



资料来源：CEIC 中投证券研究所

图表 2：发电量



资料来源：CEIC 中投证券研究所

然而股指却走出了明显的调整行情。在下半年策略报告中我们认为在经济复苏真实展开的动力与估值水平较高的压力共同作用之下，股指将走出慢牛行情，其象上半年那样大幅上涨的可能性不大。

图表 3：上证指数 3 季度走势



资料来源：Wind、中投证券研究所

对于下半年的行情，我们认为地产投资将接棒政府投资成为推动经济复苏的重要动力，其波动将对经济复苏进程以及股票市场产生明显影响。

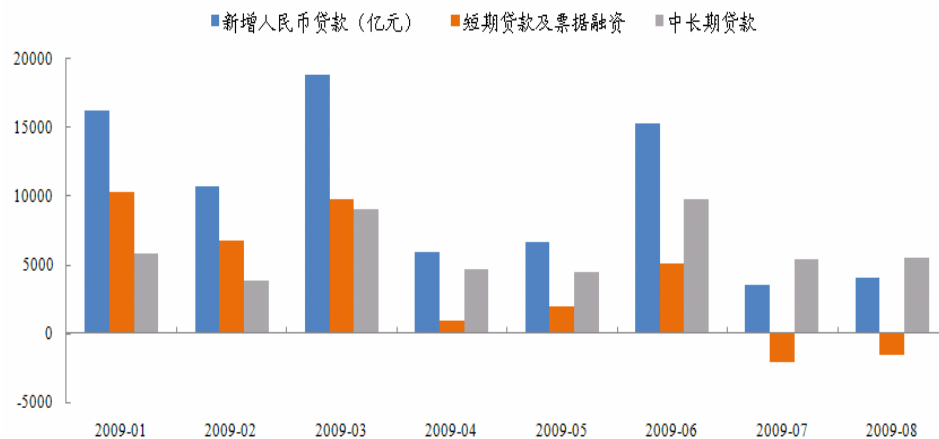
在下半年策略报告中我们建议重点跟踪的三个指标是：流动性（货币政策是否明显转向以至于对经济复苏产生明显负面影响）、地产销售数据（地产销售一般领先地产投资 6 个月左右，地产销售的情况将对地产投资产生较大的影响）以及企业盈利情况（复苏带来的需求能否有效传导到企业盈利）。

在三季度里，投资者对上述三个指标的预期以及随后的验证对大盘走势构成了明显的影响。

一、流动性隐忧诱发市场调整

7 月央行和银监会也在多个场合提示银行信贷风险。8 月初公布的 7 月份人民币各项贷款创下今年单月信贷的最低纪录 3559 亿元。这引发了投资者对流动性骤然转向的忧虑，股指出现了大幅回调的走势。

图表 4：新增信贷



资料来源：Wind、中投证券研究所

在流动性骤然收紧的负面预期之下，市场一度传闻8月新增信贷低至2000亿元左右。到9月初公布8月新增信贷4104亿元，同比增速34.11%，超出市场预期。股指随之出现一波明显反弹。

最新媒体新闻披露，银监会预计9月份新增信贷规模在3000亿元到4000亿元左右。而此前市场乐观预期为6000亿元左右。9月新增信贷环比8月出现下降，而且季度末突击放贷的现象没有出现。从新增信贷的角度看，流动性最宽松的时期已经过去。

我们在下半场策略报告中认为，流动性最宽松的时期已经过去的情况对股票市场最明显的影响是，估值水平不会继续大幅扩张，未来股指的上涨需要盈利增长来推动。

二、地产销售波动令市场担心经济增长的可持续性

与5、6月份火爆的地产销售相比，7月份地产销售出现明显萎缩。市场一方面担心地产政策出现转向，另一方面担心过高的房价抑制需求、影响销售，进而影响地产投资和整体经济复苏的可持续性。在对流动性和地产销售的双重负面预期之下，大盘出现深幅调整。

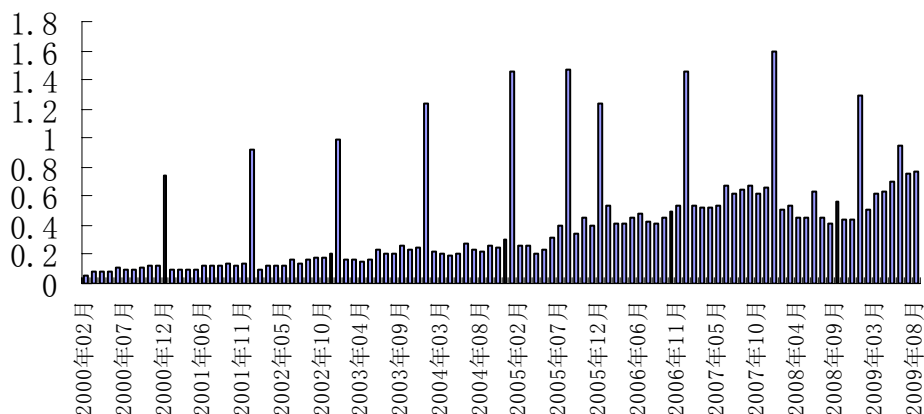
9月初公布的8月份的地产销售好于市场预期，一度缓解市场对地产销售的担忧。

9月初在对流动性和地产销售担忧有所缓解的情况下，大盘出现明显反弹。

但是“金九银十”预期的逐步落空再度令投资者产生负面预期，大盘反弹动力不足。

图表5：2009年一季度风格指数涨跌幅比较

商品房月销售面积（亿平米）

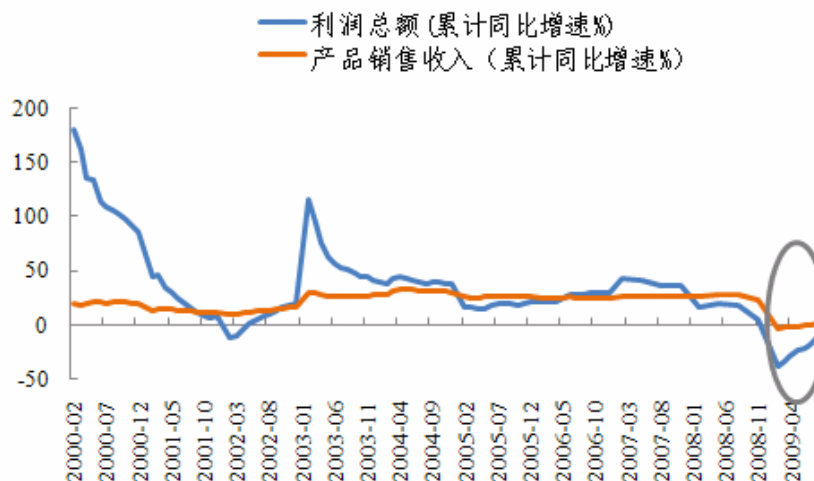


资料来源：wind, 中投证券研究所

三、盈利增长尚不足以支撑过高的估值水平

半年报披露的可比 1615 家上市公司 2009 年半年度的营业收入、净利润分别比上年披露的可比数增长-10.9%和-13.8%。金融、中国石油业绩稳健、中国石化业绩大幅增长 255.7%，对全部 A 股盈利下滑收窄起到明显正面的作用。剔除金融、综合性石油天然气两个板块后 2009 年半年度净利润同比增长-39.3%。

图表 6：2009 年上半年工业企业收入和利润同比增速



资料来源：wind, 中投证券研究所

利润增长落后于收入增长的情况显示，复苏带来的需求增加尚未能有效传导到企业利润上来。在下半年策略报告中，我们认为 8 月前后出现调整的一个重要原因就来自于投资者对复苏带来的需求增加未能有效传导到企业利润上的担忧。

对盈利增长的担忧与对流动性和地产销售负面预期的叠加，造成了 8 月份

大盘的深幅调整。

第二部分 四季度展望：盈利与估值的博弈

我们维持下半年策略报告中的观点，认为四季度股指将在“复苏”和“估值”两股力量的博弈中走出慢牛震荡行情。经济复苏的真实展开带来的盈利增长将成为股指上涨的主要推动力量，另一方面，流动性最宽松的时期已经过去，估值水平不再继续大幅扩张。温和的盈利增长不支持股指的持续大幅上涨。

从宏观经济层面看，下半年经济将进一步复苏：出口将继续探底回升、而消费仍保持温和增长的态势、而投资仍将高速增长。

由于海外经济体复苏进程相对缓慢，近期贸易摩擦不断增加，出口的复苏将是缓慢的。其对投资、消费的间接拉动作用将相对有限。

消费方面，经济复苏的真实展开以及政府在劳动分配、社会保障和刺激消费政策方面所做的承诺和指引对消费产生正面作用。我们认为消费将温和增长。对于受益于消费刺激政策的商品，如小排量汽车等，在年底消费刺激政策到期前，有可能出现突击消费的情况。消费领域将会出现投资热点。

在推动经济增长的三驾马车中，投资仍然是主要的推动力量，除了依然高速增长的政府投资外，地产投资的启动将成为未来经济增长的关键，它也是影响股票市场波动的重要因素。从目前的情况看，我们认为地产投资将温和启动。

在“复苏”和“估值”两股力量的博弈中，股指将呈现温和的慢牛走势，持续上涨和持续下跌的可能性都不大。

一、投资是保增长的主要手段 消费是调结构的热点领域

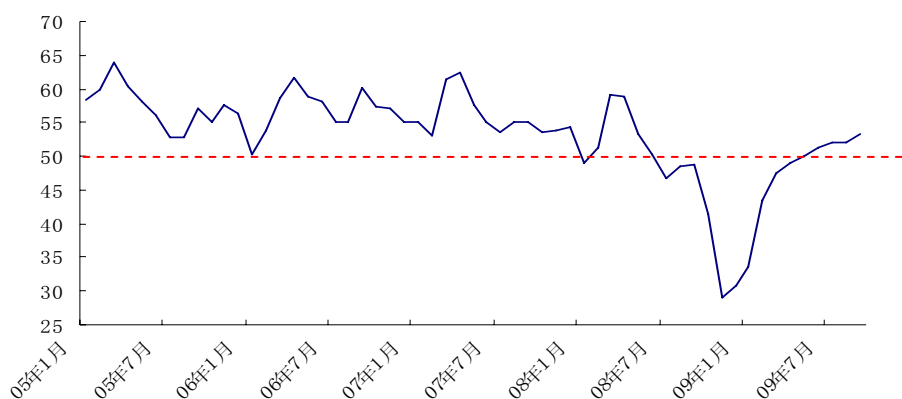
1、出口复苏缓慢 消费温和增长 投资高位企稳

四季度的出口将度过最差的时期，逐步走上缓慢复苏的道路。受益于政府投资高增长的惯性和地产投资的启动，四季度投资仍将成为拉动经济增长的主要动力。而消费在保持整体温和增长的情况下，有可能出现局部热点。

1.1 出口复苏缓慢

我们预计随着美国经济在 3 季度走出衰退，3 季度中国的出口企业就可以感受到订单的好转，并体现在年底的出口数据上：出口有望 12 月份转正。

图表 7：PMI 出口订单



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图表 8：2009 年出口增速预测



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从出口复苏的行业轮动来看，根据美国的历史经验，在消费见底复苏过程中，最先反弹而且反弹力度较大的将是耐用消费品；同时这次危机中信贷收缩剧烈，以至于通常衰退中波动不大的非耐用消费品都出现了大幅程度下跌，因此未来非耐用消费品需求也将有明显复苏。

因此我们预计汽车及零配件、建筑及装修、材料、家电、家具、装饰材料等产品将从订单上逐步感受出口回暖，而纺织服装、鞋袜、食品以及玩具等也会逐步受益。但是由于出口复苏过程缓慢，上述行业受出口复苏拉动的效果相对有限。

1.2 消费温和增长

虽然从长期来看，大陆城镇人均 GDP 超过 3000 美元（2001 年不变价格）后，大陆城镇居民具备了消费升级的收入基础，但是从四季度的角度看，由于工业化进程尚未最后完成、以及社保、医保在四季度未能完全解决到位等问题的制约，消费出现跃升的可能性不大，因此其对经济增长的贡献也不会出现跃升的情况。（关于人均 GDP “3000 美元” 效应与消费升级的关系，请参考《消

费及相关投资机会研究》)。

另一方面，由于经济复苏的真实展开，其对居民收入也起到正面的带动效应。虽然从投资引领复苏到居民收入增长存在一定时滞，但是随着复苏进程的发展，居民收入预期将率先转暖，并进而带动消费增长。

因此我们认为消费在四季度仍然呈现温和增长的态势。

四季度消费领域的投资机会将主要集中在经济复苏真实展开后的政策刺激以及温和通胀带来的结构性投资机会。

1.2.1 后续政策刺激偏向消费领域

十七届四中全会公报中再次强调“更加注重推进结构调整，……更加注重城乡统筹和区域协调发展，……更加注重保障和改善民生。”

我们认为四季度在政策方面会继续偏重落实刺激消费的措施，明显受益的行业包括医药、小排量汽车、家电下乡以及安居工程相关的建筑行业。

表格 1：近期政府出台的涉及消费的政策

时间	主要事件	政府出台涉及消费政策
2009.08.13	《消费金融公司试点管理办法》	促进国内消费需求增长，支持经济可持续发展
2009.08.07	三部委介绍当前宏观经济形势	调整经济结构和转变经济发展方式的压力日益加大 ……紧密围绕“保增长、促内需、调结构、惠民生”的大局……
2009.07.22	通过《文化产业振兴规划》	扩大内需特别是居民消费，推动经济结构调整，具有重要意义
2009.06.24	开展新型农村社会养老保险试点	2009 年在全国 10% 的县（市、区）开展新型农村社会养老保险试点
2009.06.01	《促进扩大内需鼓励汽车、家电“以旧换新”实施方案》	时间是 2009.6.1 至 2010.5.31；2009 年可带动以旧换新汽车 100 万辆以上、家电 500 万台，拉动消费需求 1250 亿元以上。
2009.03.14	两会政府工作报告	保持经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务……着力扩大国内需求特别是消费需求，着力转变发展方式、加快经济结构战略性调整

资料来源：中投证券研究所

1.2.2 经济复苏引发结构性通胀、食品饮料受益最大

我们宏观团队预计今年四季度至明年上半年为温和通胀期。预计四季度 CPI 将升至 1.5%，而 2010 上半年 CPI 可能快速回升至 3-4%。这轮温和通胀将是结构性价格上涨，食品价格相对非食品价格上涨更快，幅度更大。

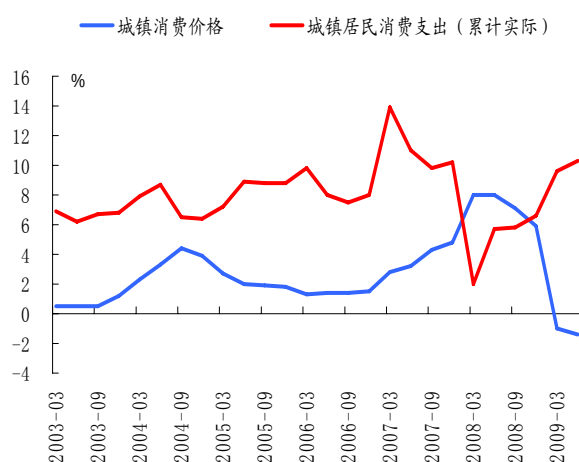
一方面，今年国内玉米供需更加紧张，这可能导致食品供求再一次危机。根据美国农业部预测，09 年国内玉米产量下降 2%，而消费增长近 4%，这导致其产消差达到 45 百万吨，大幅低于去年 139 百万吨的水平。而且年初以来

国内玉米价格已经大幅上涨 12%，恢复到去年 9 月份水平，这对猪肉、小麦与大豆价格形成上涨压力。

另一方面，国内投资高速增长与国际原油价格大幅上涨造成 PPI 环比持续上涨，但 PPI 对核心 CPI 的传导性较差，反而增大了食品的生产成本与运输成本。PPI 对核心 CPI 的传导性差主要是由于技术进步与全球化使得一般性商品的供给能力大幅上升，而且在经济复苏初期企业涨价能力相对较弱。

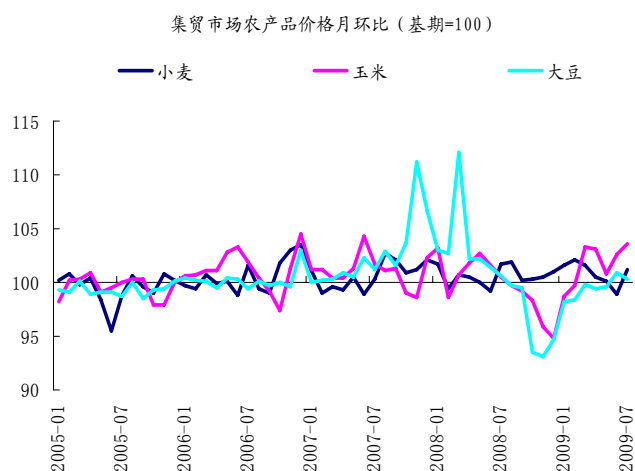
因此，我们认为今年四季度开始的温和通胀，主要表现为结构性的价格上涨——食品价格上涨更快，幅度更高。

图表 9：温和通胀促进消费增长



资料来源：CEIC 中投证券研究所

图表 10：年初以来玉米价格底部大幅回升



资料来源：CEIC 中投证券研究所

由于我们认为这轮通胀仍将表现为食品价格上涨快于非食品价格，因此，我们借鉴上一轮通胀中消费品的涨价顺序及其消费支出变化。

上一轮通胀中（以 CPI 分项来看）涨价首先从食品价格的上涨开始，传递到酒类、医疗保健；然后传递到家庭设备用品、车用燃料及零配件；最后是服务类价格的上涨——居住类（租房）与旅游及外出。从涨幅来看依次是食品，中药材及中成药，家庭服务及加工维修服务，酒类，居住类，旅游及外出、文娱费，最后是家庭设备用品中耐用消费品。

从非耐用消费品看，温和通胀中食品价格上涨造成城镇居民食品支出上升；酒类价格上涨也造成其支出上升。2006 与 2007 年，国内食品价格分别上涨 2.5%与 11.7%，而城镇居民食品支出实际增长 4.3%与 4.9%，其中 07 年是 02 年以来的历史最高水平。酒类价格上涨比较快的时期在 2008 年前三季度，这期间 CPI-酒类价格上涨 7.3%，而限额以上酒类销售却实际增长 12%，高于 06、07 年水平。

从低端耐用消费品看，其消费支出对价格的敏感度较高。2005 与 2008 年，家用电器与音响器材价格的上升造成了其销售下滑。

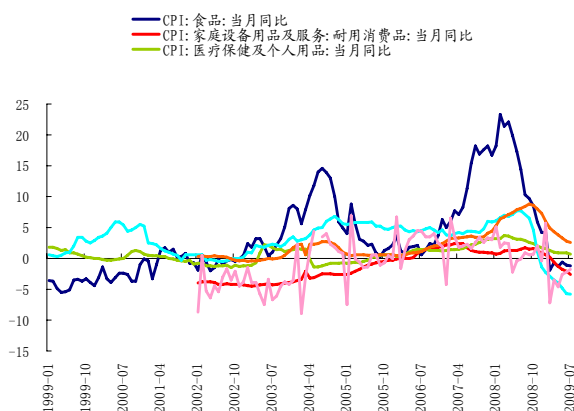
从服务业来看，其消费支出的价格敏感度最低，尤其是医疗保健与居住类消费，但医疗保健中的中草药销售以及家庭娱乐用品及服务支出的价格敏感度较高。

因此，如果按照上一轮通胀中消费品的价格与销售走势，我们认为下半年乃至明年上半年因通胀收益最大的行业是食品饮料业（食品、酒类），其次是服务业（医疗保健、居住类），而对低端耐用消费品相对负面。

表格 2：2006.07 至 2008.03 通胀中行业价格表现

CPI 中各种类涨价次序		CPI 中各种类涨幅细分（从高到低）
食品	粮食	猪肉、肉禽及制品、油脂、粮食
	油脂	
	肉禽及制品	
	猪肉	
酒类		中药材及中成药
医疗保健及个人用品		家庭服务及加工维修服务
家庭设备用品：耐用消费品		酒类
交通通讯及服务：车用燃料及零配件		建房及装修材料、租房、水、电及燃料
居住类（租房）		旅游及外出、文娱费
娱乐教育文化用品及服务：旅游及外出		家庭设备用品及服务：耐用消费品

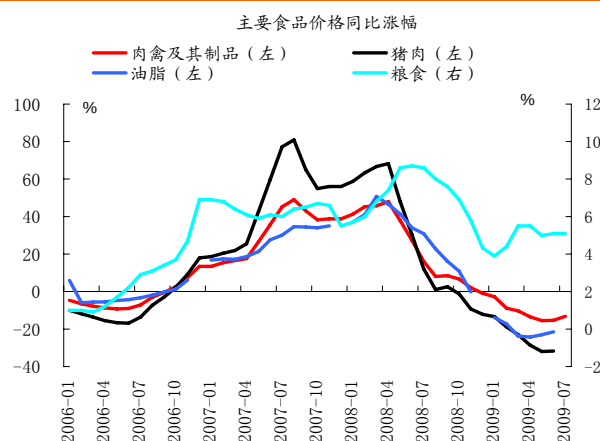
图表 1 1：CPI 各种类上涨表现



资料来源：CEIC 中投证券研究所

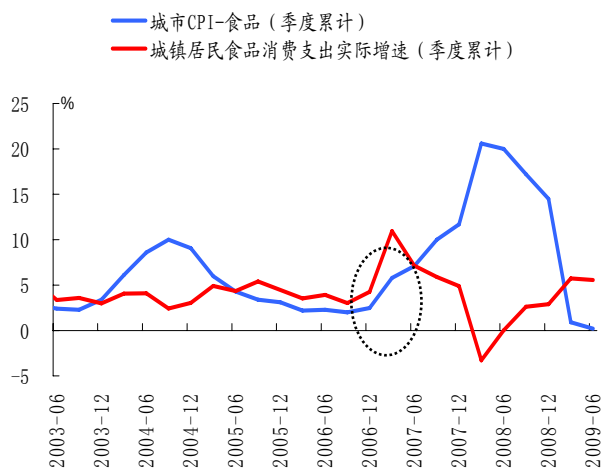
图 表 1 3：食品价格的上涨带动消费上升

图 表 1 2：上轮通胀中粮食价格率先上涨

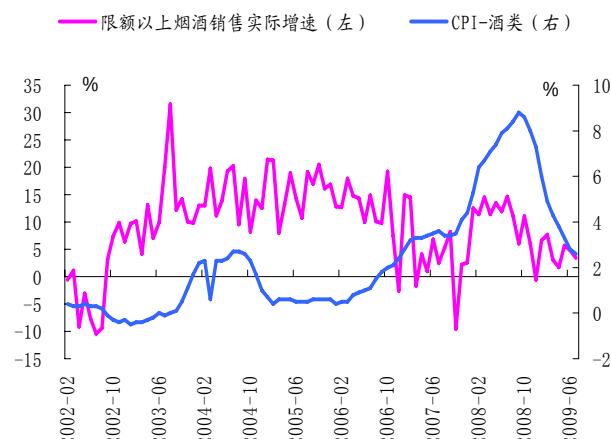


资料来源：Wind 中投证券研究所

图 表 1 4：08 年酒类价格上涨刺激了其消费增长



资料来源：CEIC 中投证券研究所



资料来源：Wind 中投证券研究所

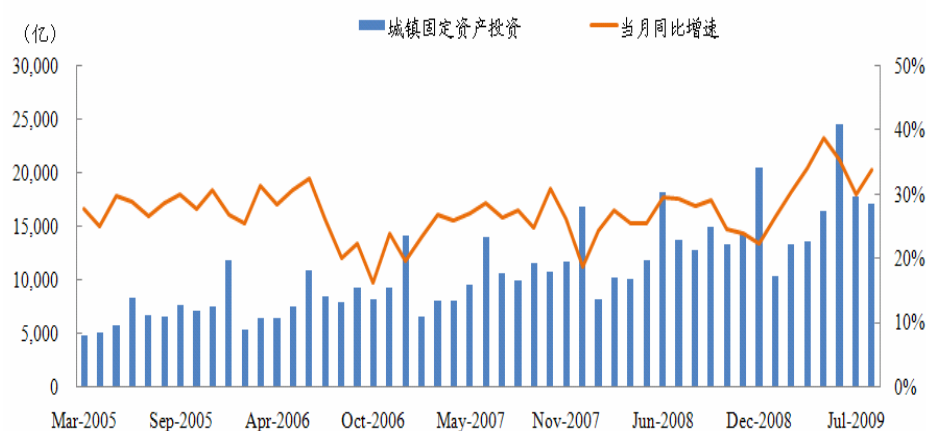
1.3 投资仍是四季度经济增长的主要动力

与出口和消费的增长相比，我们认为四季度的投资仍然是拉动经济增长的主要动力。

1.3.1 固定资产投资增速仍然高企

8 月份城镇固定资产，累计同比增长 33.0%，单月同比增长 33.65%；7 月份累计同比增长 32.90%，单月同比增长 29.94%。8 月固定资产投资的回升动力主要来自占投资总额 1/4 强的房地产投资同比增速较 7 月增长了 3 个百分点（16.8%到 19.8%），而占投资总额 1/3 左右的制造业投资增速则持续下行。我们宏观团队预测 9 月份固定资产投资增速将小幅上涨至 34%（单月同比）。

图表 15：8 月城镇固定资产投资反弹至 33.65%



资料来源：CEIC、中投证券研究所

展望四季度，由于季节性因素导致冬季开工和施工的下降，固定资产投资增速有可能出现环比高位回落的情况。但是由于 08 年四季度基数相对较低，以及政府投资的惯性作用和地产投资的温和启动，四季度固定资产投资同比增速仍将维持高位水平。

1.3.2 地产投资将温和启动

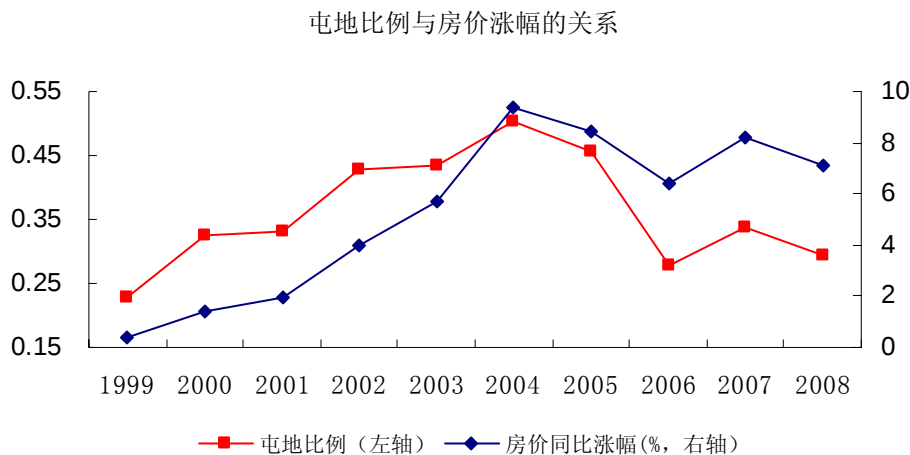
与地产需求相比，我们认为短期内地产供给的弹性更大，它是短期内对地产价格的主要影响因素。而地产价格对地产销售的影响非常明显，地产销售则是领先地产投资的重要指标。从屯地比例与房价涨幅明显相关的情况看，地产商有能力通过控制供给调节销售节奏。地产商对销售的合理调节将有利于地产投资的温和启动。

1.3.2.1 控制供给节奏是地产商调节销售的有效手段

从 1999 年以来的数据显示，屯地比例（屯地比例 = (当年土地购置面积 - 当年土地开发面积) / 当年土地购置面积的比例）与当年房价涨幅存在明显的关联关系。当屯地比例较高的时候，当年的房价涨幅也比较明显。

屯地比例可以预示房屋未来的供应情况，当由收入增长决定的刚性需求在短期内弹性相对较弱的时候，房屋的供给便成为决定价格的重要因素。

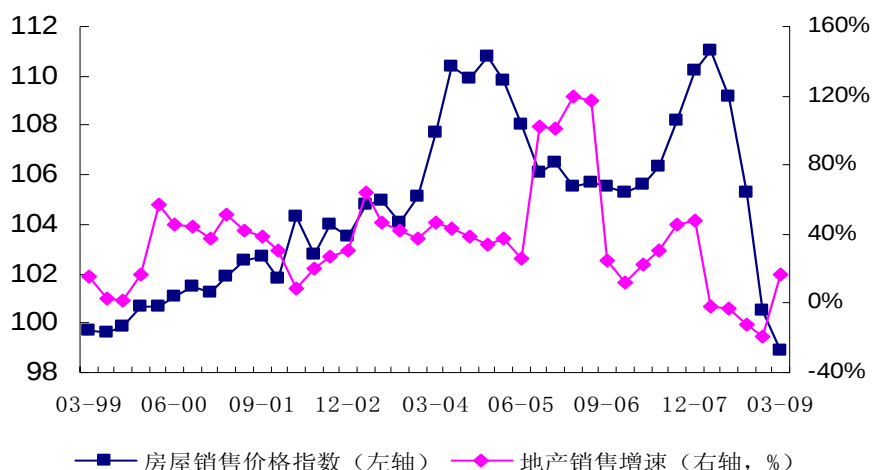
图表 1 6：屯地比例与房价涨幅



资料来源：CEIC，中投证券研究所

从 1999 年以来的情况看，在房屋价格指数增幅相对缓和的阶段，地产销售增速能够保持较高的水平。当房屋价格指数增幅回落明显的时候，地产销售的增速非常明显。

图表 1 7：房屋价格指数与地产销售增速



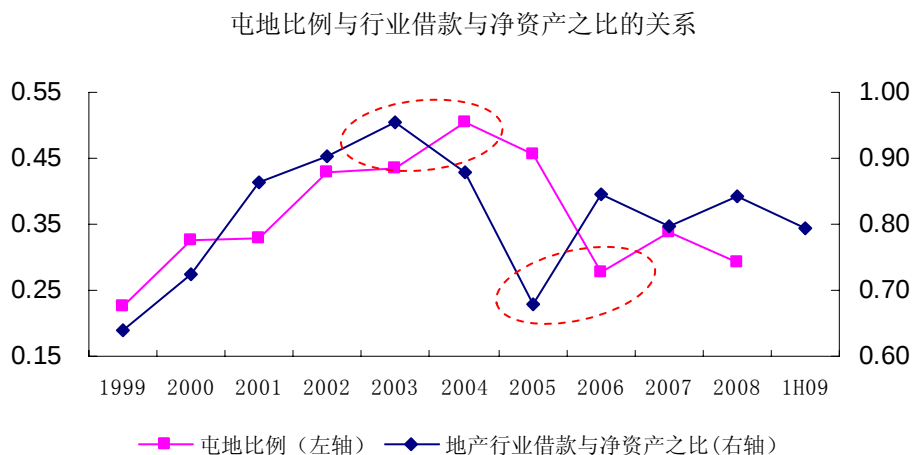
资料来源：CEIC、中投证券研究所

因此通过控制供给节奏（屯地比例）达到调节价格涨幅进而控制销售就成为地产行业的一个有效的盈利模式。

1.3.2.2 地产商通过调节财务杠杆控制供给节奏

我们进一步的研究发现，1999 年以来的数据显示，地产行业供给节奏（屯地比例）与其财务杠杆情况高度相关。

图表 18：地产行业屯地比例与财务杠杆（借款与净资产之比）的关系



资料来源：CEIC，中投证券研究所

地产行业是资金密集型行业，公司的财务状况以及财务决策对公司的运作起到非常重要的影响。

一、当地产行业处于景气阶段的时候，地产开发商对后市非常看好，因此把资金主要用于大量购置土地，而在销售节奏上有所放缓、销售资金回笼相对较少，因此财务杠杆（借款与净资产之比）相对较高。通常在地产牛市的环境

下，利率和信贷条件相对宽松，地产商承担较高的财务杠杆（借款与净资产之比）的风险较小。在这样情况下，地产商敢于放缓供给的节奏和资金回笼的速度、承担较高的财务杠杆（借款与净资产之比），以达到房价涨幅相对较高的效果。

二、当地产行业可能过热的时候，地产商会采取措施降低财务杠杆（借款与净资产之比）以应对风险。由于地产商在房屋销售中占有信息不对称的优势（比如采用预缴诚意金的方式了解市场需求状况，与银行信贷部门保持良好的沟通以了解信贷状况的变化、跟踪政府部门批准预售许可证的情况以了解供给的状况等等），因此他们在地产行业出现过热征兆的时候，会首先以非降价的手段促销、加快资金回笼的节奏以降低财务杠杆（借款与净资产之比），这样财务杠杆（借款与净资产之比）会首先见顶。虽然与此同时他们会作出减少购置新土地和开发新土地的决定，但是由于前期规划等原因，新开发土地项目的工程进展有所滞后，因此我们会看到囤地比例的变化滞后于财务杠杆（借款与净资产之比）变化的情况，但是两者有明显的同向变化趋势。

市场对囤地比例下降的反应是，与需求下降相比，地产供应节奏在相对加快，因此当期房价出现下跌（更确切地说，是房价涨幅收窄）。涨幅收窄的房价反过来会对销售有刺激作用，使得地产商的财务杠杆（借款与净资产之比）进一步降低。因此如果囤地比例下降发生在过热初期，那么随着房价涨幅收窄和销售的逐步释放，行业将实现“软着陆”。

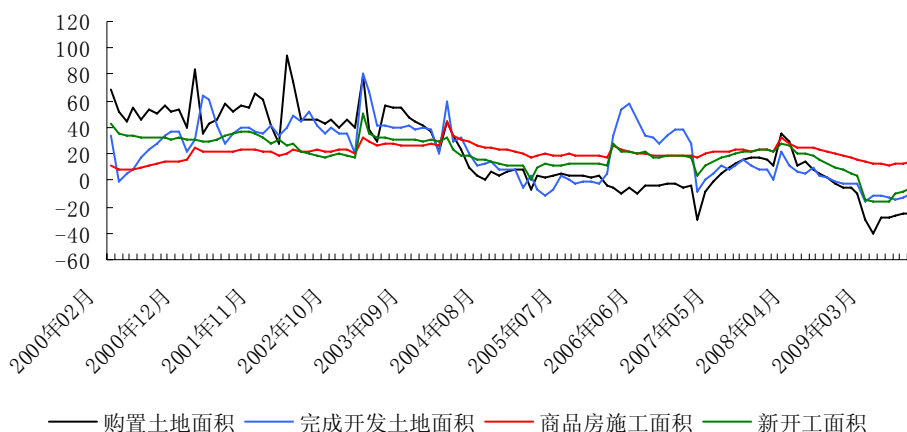
从最新的地产行业财务杠杆（借款与净资产之比）的情况来看，2009 年上半年为 79.5%，已经从 2008 年全年 84% 的高位回落。考虑到 2009 年下半年信贷增速将明显低于上半年的情况，我们认为地产行业的财务杠杆（借款与净资产之比）水平在 2009 年下半年出现反弹上升的可能性不大，其更可能的趋势是平稳向下。

地产商的实际运作也印证了我们上述的观察结果：目前地产商加大了在建工程的施工进度，但是对购置土地和土地开发的进度要相对落后，这显示他们对后市的发展仍然保持谨慎心态，反映在财务指标上就是其财务杠杆（借款与净资产之比）仍在下降。

因此我们认为目前囤地比例的下降将有助于化解行业过热的风险，有助于实现“软着陆”。

图表 1 9：土地购置和开发进度落后于在建工程进度

地产开发同比增长情况 (%)



资料来源：CEIC，中投证券研究所

三、如果在过热初期，地产行业整体仍在加大财务杠杆，提高屯地比例，那么将导致销售明显萎缩，地产行业进入熊市阶段。

在这个阶段，由于对未来悲观预期在逐步加重，地产商会继续降低原本过高的财务杠杆（借款与净资产之比）水平。这时候，地产商新购置土地面积下降，但是由于对未来销售的负面预期在增强，其新开发土地面积下降更快，因此也出现了屯地比例下降的情况。

在这个阶段，因为全行业资金链吃紧或者断裂导致熊市来临而造成的屯地比例下降的话，那么房价将出现明显下跌。这将对购房者的预期形成明显的负面影响，并不有利于销售的增长。

由此我们发现地产商对房价和销售的节奏控制主要受制于资金环境的宽松与否，具体来说，就是其财务杠杆（借款与净资产之比）的情况。

从目前的情况来看，我们认为屯地比例下降更多是因为地产行业主动降低财务杠杆（借款占净资产之比）化解过热局面而并非资金链吃紧或者断裂造成的熊市情形。因此不必过度担忧房价上涨过快引发销售大幅下滑，并导致地产投资下滑的情况。四季度更可能出现的情况是房价上涨幅度减缓，销售温和增长。

1.3.3.3 政府打击囤地行动有所升级

中央政府打击囤地态度较为坚决，但地方政府态度和进度不一。这和几年前的态势几乎一样。中央层面：国土部近期出台了三道政策法规，严厉打击开发商囤地。地方政府中安徽合肥打击力度较为强烈，深圳也有实质性举措。但北京，上海等地暂无动静。其他各地方政府目前也没有实质性进展。

如果囤地行为再度升级，我们预期更加严厉的打击措施将陆续出台（2008年的时候，央行和银监会曾经发文要求各银行对于土地闲置的开发商的贷款上采取限制措施）。因此从地产商与政府博弈的角度看，降低囤地比例是理性的

商业决策。

图表 20 近期清理闲置土地政策法规及各地执行情况一览

发布日期	相关政府部门	政策措施
2009 年 9 月 19 日	深圳国土局	深圳市近期共清理出已批未建土地 735 宗,总面积 18.98 平方公里。其中, 39 宗闲置土地被收回土地使用权。在已批未建的 735 宗土地中有 537 宗为闲置土地。对此,深圳市国土资源部门分别采取限期开发、免收土地闲置费,限期开发、收取土地闲置费,收回土地使用权等方式予以处理。截至今年 8 月,已收到闲置费 14172.4 万元,收回土地使用权 39 宗、面积 0.56 平方公里,已处置 407 宗、面积 10.15 平方公里。
2009 年 9 月 11 日	国土资源部	《关于开展土地储备制度建设和运行情况调查的紧急通知》的文件,要求各地国土部门紧急开展调查,提交下辖各城市土地储备制度建设的调查报告。山西省还要求各市、区 9 月 25 日前将汇总数据和调查报告上报。
2009 年 9 月 11 日	合肥国土局	从今年 10 月 1 日起,土地闲置不满 1 年的,土地使用权人可以选择与国土部门签订补充协议,重新约定动工、竣工期限和违约责任。未按期动工、竣工的,按照约定无偿收回土地使用权(房地产用地的土地使用权人还应当按土地价款的 5%缴纳履约保证金,未按期动工、竣工的,履约保证金不予返还)。土地使用权人也可申请由政府协议收回土地使用权,土地使用权人接到闲置土地认定书后 5 个工作日内未选择处置方式的,国土部门将按照土地出让合同的约定追究其违约责任。
2009 年 9 月 10 日	东莞国土局	土地闲置 2 年未必收回,将视实际情况而定。广东省国土资源厅曾于今年 3 月份出台了《关于促进扩大内需支持现代产业发展的若干意见》:明确现代产业项目确已落实且承诺一年内动工建设的,属使用闲置未满两年的土地,土地闲置费减半收取;属使用闲置满两年以上的土地,可暂不作收回土地使用权处理且土地闲置费减半收取。东莞参照并执行此规定,放慢了处理闲置土地和征收闲置费的步伐。
2009 年 8 月 24 日	国土资源部	国土资源部:下半年将严查囤地未建现象。鉴于今后拉动内需还将持续一段时间,因此下半年各地除坚持更加严格的用地审批外,还要开展对已审批用地的核查、监管行动,重点查看用地比率、是否存在囤而未建现象。
2009 年 8 月 11 日	国土资源部	《国土资源部关于严格建设用地管理 促进批而未用土地利用的通知》。省级国土资源管理部门要加强对城市建设用地批后实施的跟踪管理和督促。国务院批准的城市建设用地,自省级人民政府审核同意实施方案后满两年未实施具体征地或用地行为的,该部分土地的农用地转用失效,并应以适当方式予以公告。
2009 年 8 月 10 日	广州市国土房管局	广州处罚六“地王”,保利金地均列其中。保利金沙洲两个地块、金地番禺中心城区地块、鸿荣源金沙洲地块等 5 幅地块因欠缴土地出让金受罚,中莱广州科学城的广汕公路地块已经解除合同,并被没收 8000 万元保证金。

2009 年 6 月 12 日

国土资源部

《关于在保增长保红线行动中加快处理批而未用土地等工作的通知》。在有关调研和检查工作中也发现，部分地区一方面反映土地利用计划指标紧张，另一方面存在城市批次建设用地批而未征和征而未供现象十分突出的问题。为此国土资源部发文要求“全面清理批而未用土地”及“分类处理批而未用土地”。

资料来源：政府网站、中投证券研究所

1.3.3.4 “金九”低于预期源于供给偏紧

行业研究员的反馈显示，7 月以来地产销售低于预期主要在于供给偏紧。

一、供应不足是 7、8 月成交量回落的重要原因

7 月份，主要城市成交量环比普遍有所回落，8 月各周主要城市成交量仍未有显著回升，市场对 9-10 月房地产市场成交情况有所担心。

我们认为影响 7、8 月份成交量下降主要原因为销售淡季以及供应量的不足，二套房贷政策收紧影响有限。

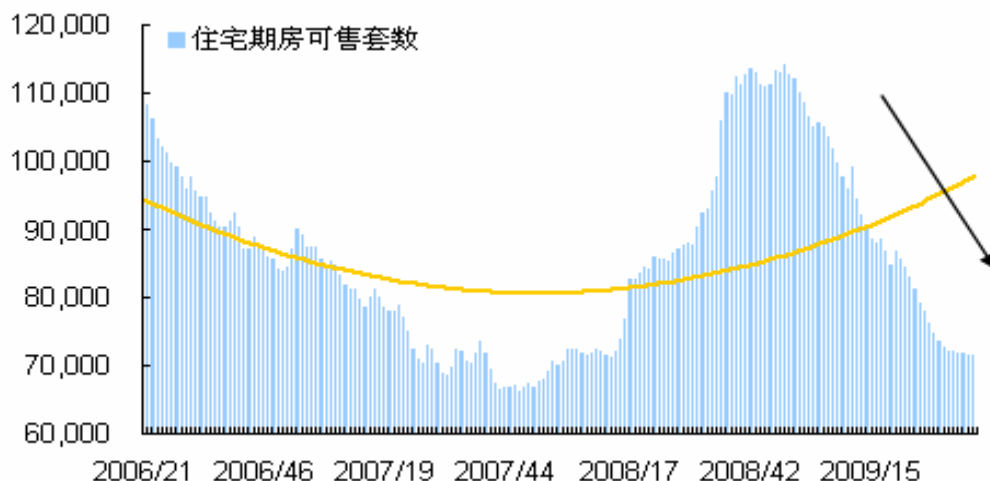
二套房信贷政策在实际执行过程中收紧带来的影响不能一概而论。7 月份以来成交量下降幅度较大的城市是华东地区的杭州和华南地区的深圳、广州、厦门，华北地区成交量则较为稳定。之前各城市在二套房信贷的执行方面就有差异，对于原来执行就较为严格的城市来说，收紧带来的影响并不显著。

二、“金九”低于预期主要原因仍然是供给不足，需求端依旧旺盛

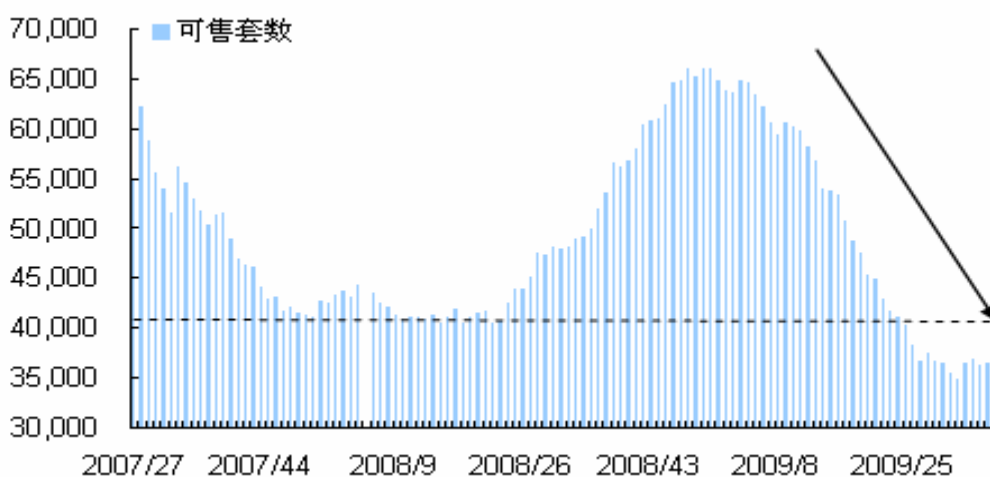
9.14-9.20 成交情况基本与 9.7-9.13 持平，24 个城市中成交面积环比上升城市个数仍占到 6 成；二线城市成交量好于一线城市，24 个城市整体成交面积环比上升 3.7%，京、杭、深、穗四个一线城市环比下降 7.3%，其余二线城市合计环比上升 7.2%。成交均价环比仍小幅上升，厦门、昆明、苏州和深圳均价有所下降。深圳、南京、南昌可售量有小幅上升，其他城市仍小幅下降。

结合 9 月份前三周的地产成交数据，我们认为“金九”的表现低于市场预期。主要原因还是供给偏紧即推盘量不大，需求方面仍然旺盛。二线城市好于一线城市或许因为北京为代表的一线城市国庆节之前大型房展会较少的影响。

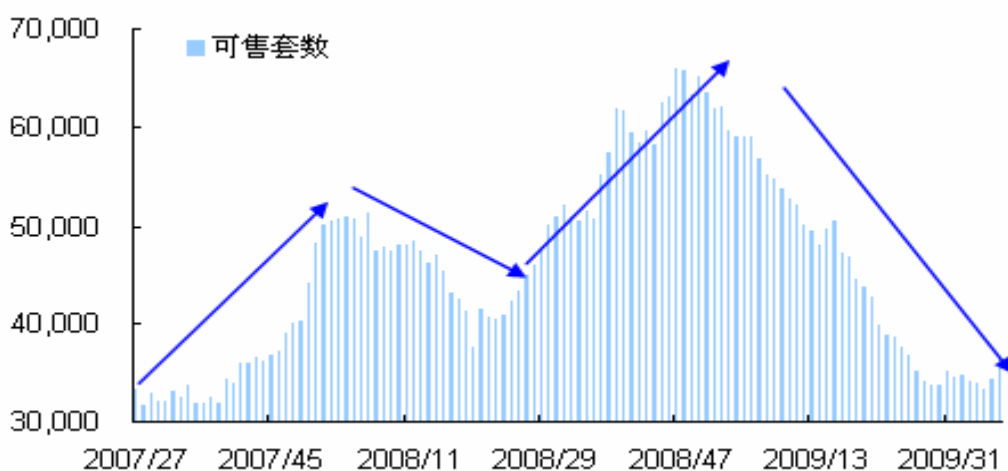
图表 2 1：北京期房可售量（周数据）



图表 2 2：上海期房可售量（周数据）



图表 2 3：深圳期房可售量（周数据）



1.3.3.5 四季度地产销售仍可乐观

城市化和改善性需求造成我国目前对住房的潜在需求仍然巨大，我们

预测这些潜在需求每年接近 6 亿平米。如果房价合理，这些需求将会不断释放出来。

与住房需求相比，我们认为短期内地产供给的弹性更大，它是对价格的主要影响因素。而地产商有能力通过控制供给调节销售节奏。从最新的地产行业财务数据来看，地产商主动降低财务杠杆（借款占净资产之比）化解行业过热局面造成的屯地比例下降有利于抑制过快的房价涨幅，释放潜在的住房需求。此外政府打击屯地行动有所升级也利于增加供给，抑制房价飞涨。因此不必过度担忧房价上涨过快引发销售大幅下滑，并导致地产投资下滑的情况。四季度更可能出现的情况是房价上涨幅度减缓，销售温和增长。

图表 2 4：月度地产销售面积（亿平米）

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
2月	0.04	0.06	0.09	0.09	0.16	0.22	0.26	0.53	0.54	0.51	0.51
3月	0.06	0.08	0.1	0.12	0.16	0.2	0.26	0.41	0.52	0.53	0.62
4月	0.06	0.08	0.1	0.12	0.15	0.19	0.2	0.41	0.52	0.45	0.63
5月	0.06	0.08	0.1	0.12	0.17	0.21	0.23	0.46	0.54	0.46	0.7
6月	0.08	0.11	0.13	0.17	0.23	0.27	0.31	0.48	0.68	0.63	0.95
7月	0.07	0.09	0.12	0.14	0.2	0.24	0.4	0.43	0.62	0.46	0.76
8月	0.07	0.1	0.12	0.17	0.2	0.22	1.47	0.41	0.64	0.41	0.77
9月	0.08	0.11	0.14	0.18	0.26	0.26	0.35	0.45	0.68	0.57	
10月	0.1	0.12	0.12	0.18	0.23	0.25	0.46	0.49	0.62	0.44	
11月	0.1	0.13	0.14	0.21	0.25	0.3	0.4	0.53	0.66	0.44	
12月	0.63	0.74	0.92	0.99	1.23	1.45	1.24	1.45	1.6	1.29	

资料来源：WIND 中投证券研究所

另外从月度地产销售面积的统计数据来看，除了 12 月的数据存在一定的统计技术原因外，每年 6 月、9 月和 11 月都是销售的高峰时间，“金九银十”并非行业铁律。因此如果“金九银十”没有出现，也不应该引发恐慌。

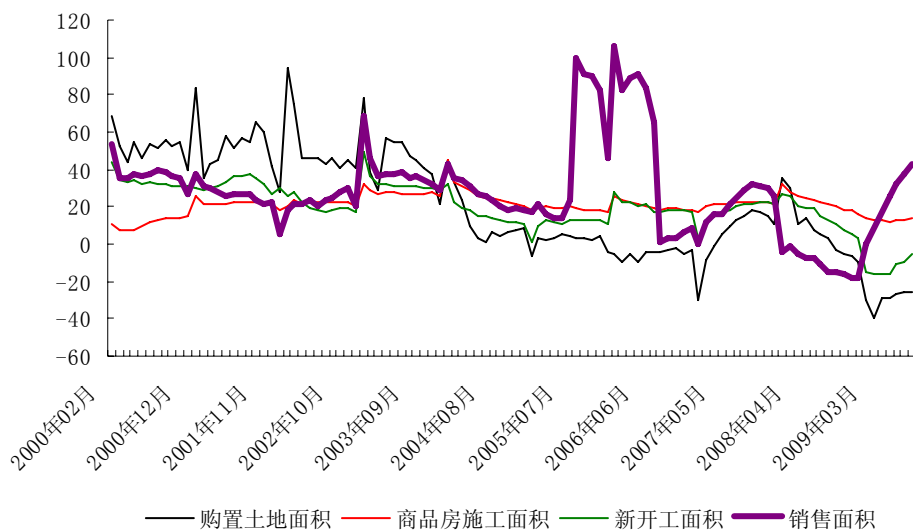
从过去 10 年的销售数据来看，11 月也是住房销售的一个高峰时间。根据行业研究员反馈，09 年 11 月和 12 月的推盘量会有明显增加，届时由于供给不足造成的销售问题将得到有效缓解。

1.3.3.6 地产销售增长带动地产投资增长并惠及多个行业

地产开发商根据销售情况决定未来地产的开发和投资进度。地产销售的增长对地产投资的增长有明显的带动作用。从 1999 年以来的数据看，地产销售增速与土地购置面积、新开工面积和施工面积增速存在关联关系。

图表 2 5：地产销售拉动地产投资增长

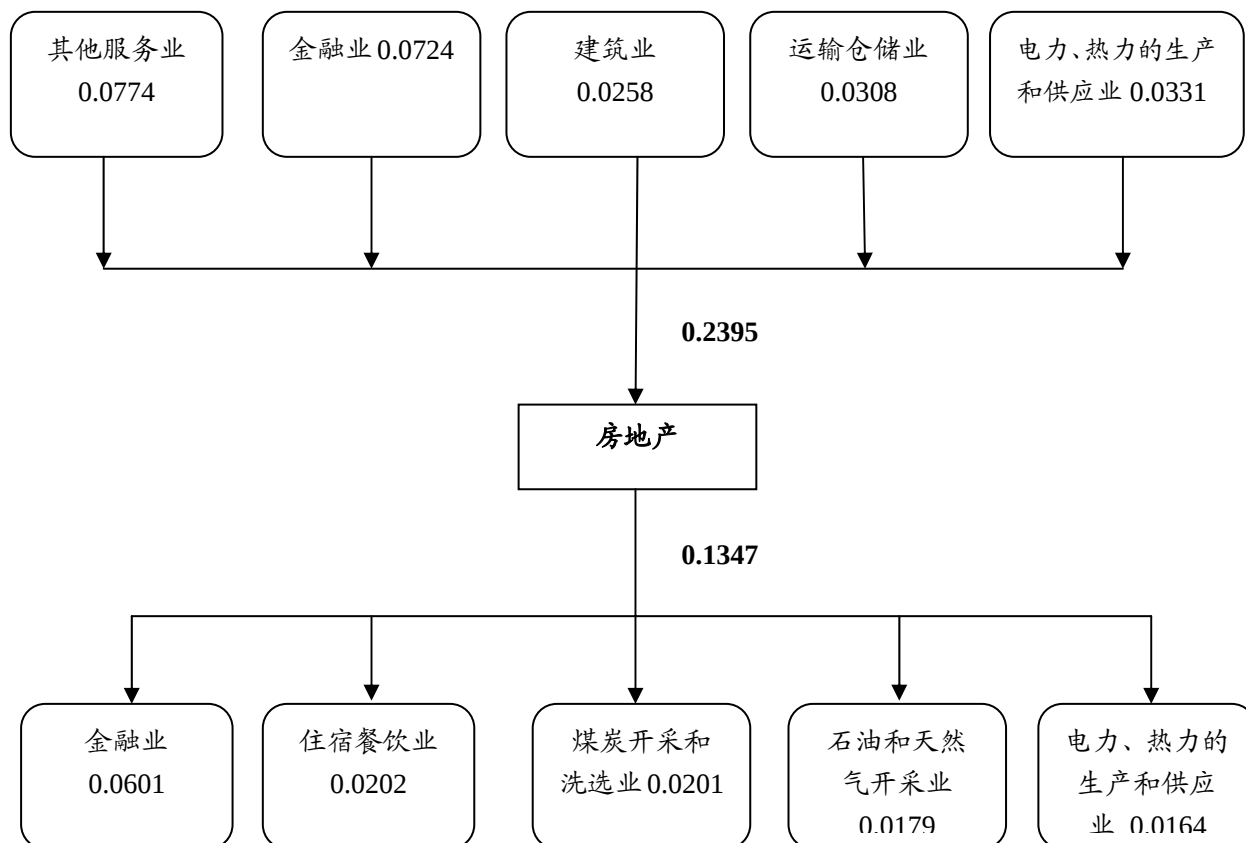
地产销售拉动地产投资增长(%)



资料来源: WIND 中投证券研究所

目前土地购置面积和新开工面积的同比增速都企稳回升。我们预计地产投资未来将明显启动。

图表 2 6: 2005 年房地产业完全产业链条



资料来源：中投证券研究所

综合来看，房地产对上下游的金融、其他服务业、运输仓储、电力/热力、建筑、煤炭、住宿餐饮、石油等行业的拉动作用最为明显。其对中游的制造业也存在明显的拉动作用。随着地产投资的启动，这些行业的景气度也将步入上升轨道。

1.4 风险因素

影响我们上述判断的风险因素主要有：海外经济复苏低于预期、地产投资增速低于预期、国家经济刺激政策效果不到位以及居民消费预期降低等等。

2、保增长 调结构的政策导向未变

11月召开的中央经济工作会议将明确明年经济工作的重点，它将对四季度的政策环境产生重要影响，并进而明显影响大盘走势。从十七届四中全会公报披露的经济工作方针来看，中央政府“保增长、调结构”的政策导向没有发生根本改变。

2.1 货币政策维持目前力度

四季度是投资者普遍担心货币政策转向的时间窗口。由于宏观经济触底迹象明显，而贷款增幅创出天量，从未来几年控制通胀的角度考虑，货币政策继续放松的可能性不大。但是从十七届四中全会精神以及近期温家宝和央行、银监会高层的表态来看，四季度货币政策骤然收紧的可能性也不大。

2.2 财政政策注重落实已有计划

由于经济见底复苏态势明显，从目前的情况来看，四季度政策重点将是落实“四万亿”框架内的投资计划。而这些细化的政策将在一定程度上同时体现政府调整经济增长方式的意图。十七届四中全会提出的六个“更加”：“更加注重推进结构调整，更加注重加快自主创新，更加注重加强节能环保，更加注重城乡统筹和区域协调发展，更加注重深化改革开放，更加注重保障和改善民生”将是财政政策落实的主线，它们对应的行业机会包括：“自主创新、节能环保、保障和改善民生”有相对明确的投资领域，它们分别是高科技、节能环保、消费和医疗卫生领域。而对于“结构调整”，我们认为内需中的消费和地产将是其指向的重点领域。

2.3 资本市场政策将更有弹性

随着股票市场的回暖，IPO、再融资和创业板等纷纷登台。如果发行市盈率过高、发行节奏过快的话，股票二级市场将受到一定程度的影响。从维护市场稳定的角度出发，我们认为资本市场政策将更富有弹性，具体表现在融资节奏的审批上。

二、估值水平趋于稳定、股指上涨靠盈利推动

从流动性趋于稳定的角度看，我们认为四季度 A 股估值水平也将趋于稳定。股票供给增加的预期在四季度对估值水平的实质影响不大。股指的上涨要靠盈利增长来推动。

1、我国 A 股估值水平与流动性关联较大

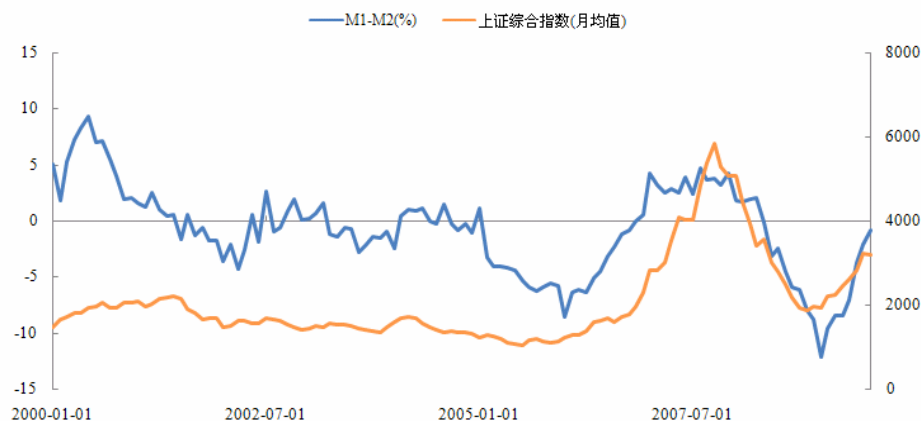
在下半年策略报告中我们分析认为，A 股市场估值水平与流动性的关联较大。8 月份大盘出现幅度较大的回调，其中一个重要原因就是 7 月份的新增信贷环比降幅明显。今年以来投资者对以新增信贷为表征的流动性非常敏感，新增信贷在四季度继续大幅扩张的可能性不大，这对市场估值水平的扩张构成了负面压力。

近期管理层多次表示，包括货币政策在内的宏观政策仍将保持连贯性和持续性，这在很大程度上缓解了投资者对流动性骤然收紧的担忧。

另外，“储蓄搬家”现象再度出现，有可能成为投资者跟踪流动性的新指标。

7、8 月份 M2 增速保持平稳，M1 增速继续加快，资金活化趋势延续，企业活期存款维持上涨态势，经济活跃度提高。

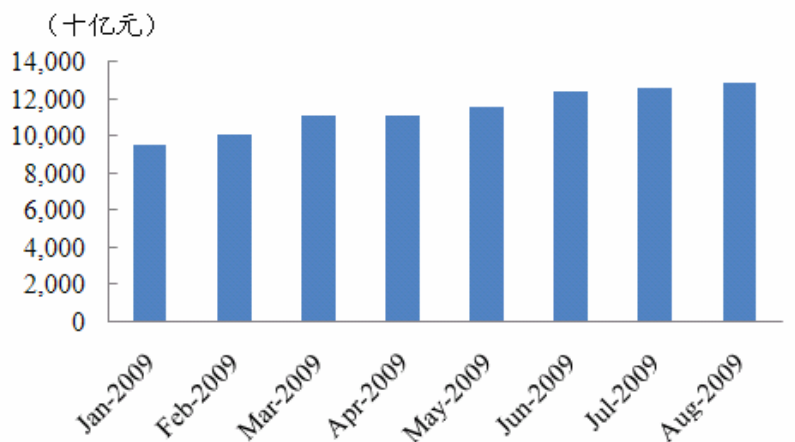
图表 2 7：M1、M2 之差继续扩大



资料来源：wind, 中投证券研究所

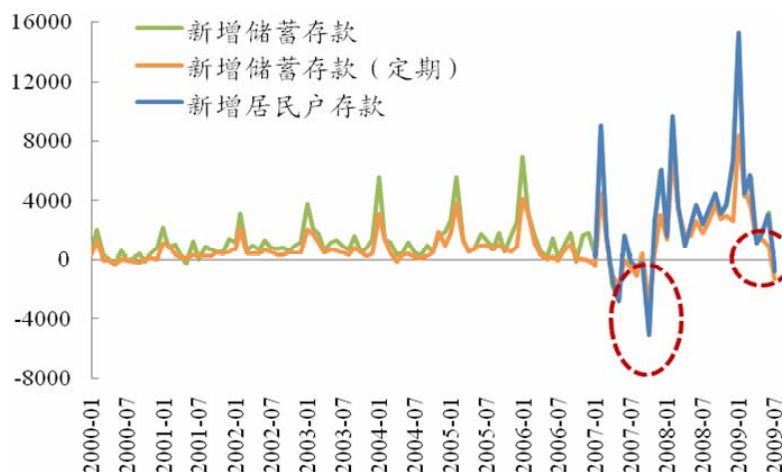
继 2007 年 10 月五千多亿的储蓄大搬家之后，今年 7 月居民储蓄首次减少。据中国人民银行公布的统计数据，7 月份新增储蓄存款-458.53 亿元，这是自 2007 年 11 月以来储蓄存款的首次下降，其中定期储蓄存款大幅减少 1312.17 亿元，新增居民户存款继 7 月减少 192 亿元后，8 月减少数额更是创下新高 800 亿元，“储蓄搬家”再次发生。

图表 2 8：企业活期存款继续增长



资料来源：CEIC, 中投证券研究所

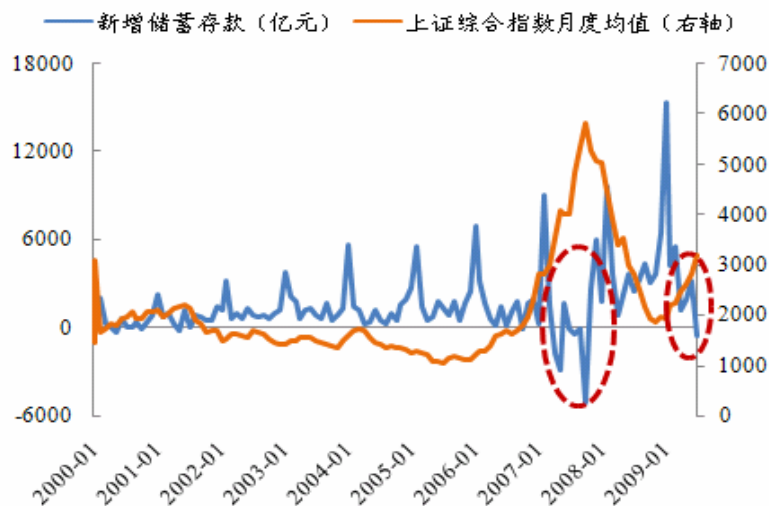
图表 29：新增储蓄存款



资料来源：wind, 中投证券研究所

2000 年以来共出现了 4 次规模超过 800 亿的储蓄搬家，2007 年 4、5、10 以及今年 8 月份，每次都伴随着股指的大幅上涨。2007 年的牛市运行中，从 4 月份的首次存款搬家到最终牛市结束的 10 月份，市场大幅上涨前后持续了 7 个月。沪综指从最低 3200 点上涨到最高 6124 点，涨幅接近 100%，其中 2007 年 4 月上证综指的单月涨幅就达到 20.12%。

图表 30：新增储蓄存款与股指



资料来源：wind, 中投证券研究所

在目前股指反复震荡阶段出现的“储蓄搬家”与因为股指持续上涨、赚钱效应出现而引发的“储蓄搬家”有所不同。目前“储蓄搬家”的可持续性仍有待继续观察。因此，当前因为“储蓄搬家”引发的流动性充裕存在较大的不确定性，我们认为目前的“储蓄搬家”尚未能支持估值水平的大幅扩张，其作用更多地是对流动性趋于稳定的一个有益补充。

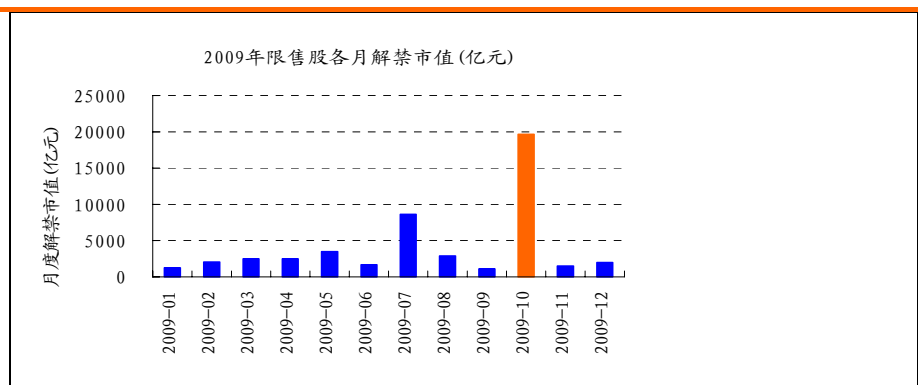
2、股票供给增加对估值水平的实质影响有限

2.1 四季度解禁压力不大

四季度共有 2.32 万亿元限售股上市流通，约占全年解禁总市值的 46%，其中十月份会遭遇全年的第一解禁高峰。总体来说，第四季度的解禁股份呈现如下特点：

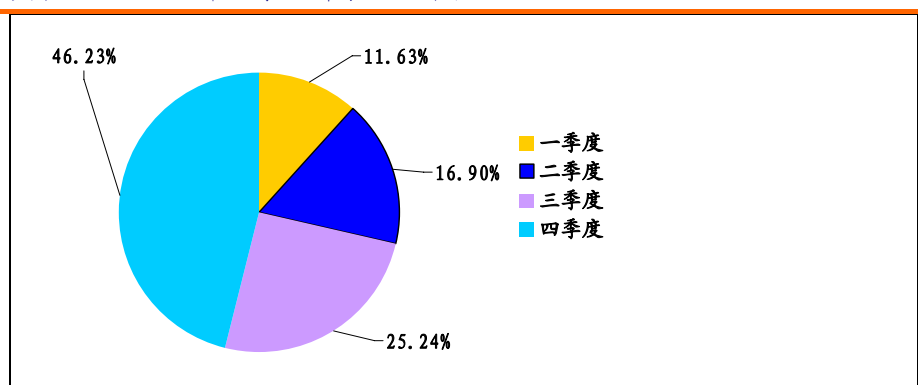
- 1) 从解禁量来看，四季度的解禁量约占全年解禁总量的一半，占目前 A 股流通量的 34%；从解禁市值来看，四季度的解禁股份市值约占全年解禁市值的 46%，占目前 A 股流通市值的 23%。

图表 31：2009 年各季度解禁股份占比



资料来源: Wind 中投证券研究所金融工程组

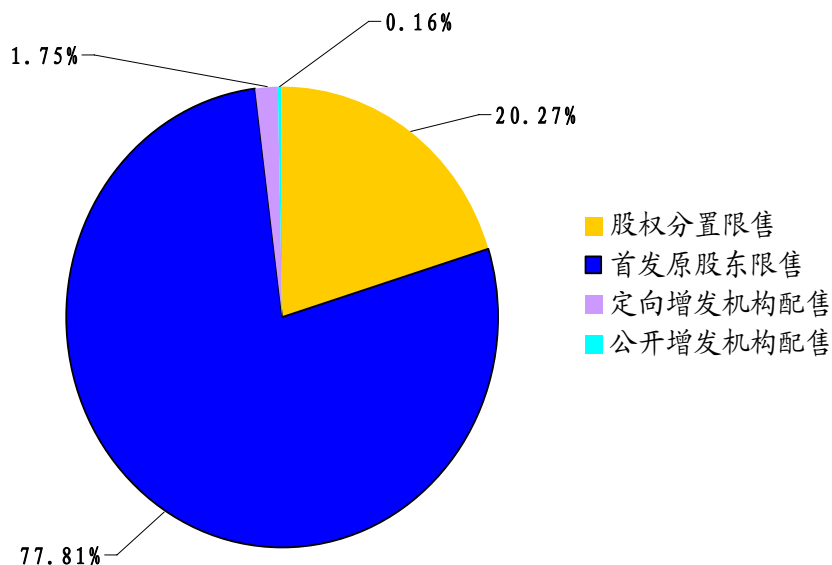
图表 3 2: 2009 年各季度解禁股份市值占比



资料来源: Wind 中投证券研究所金融工程组

2) 从解禁股份类型来说, 四季度解禁量最大的为首发原股东限售股份, 占比为 77.81%。

图表 3 3: 2009 年四季度解禁股份类型占比



数据来源：中投证券研究所, wind

3) 十月份将迎来全年的第一解禁高峰, 但总体来说, 解禁压力不大。十月份的限售股解禁量总共为 3196 亿股, 以 2009 年 9 月 25 日收盘价计, 解禁总市值约为 1.97 万亿元, 约占 A 股流通市值的 19.32%, 约占整个四季度解禁总市值的 85%。月度解禁量居前三的公司为工商银行、中国石化和上港集团, 解禁量依次为 2360.12 亿股、570.88 亿股和 129.98 亿股。工商银行和上港集团都是首发原股东限售股份解禁, 中国石化是股权分置限售股份解禁。工商银行这部分解禁股的股东为汇金公司和财政部; 中国石化这部分解禁股的股东为中国石油化工集团公司; 上港集团这部分解禁股的股东主要为上海国有资产监督管理委员会和上海同盛投资有限公司, 持股分别为 92.84 亿股和 35.28 亿股, 共占此次解禁股的 98.56%。这三家公司的月度解禁量占当月总解禁量的 95.8%, 因而总体来说, 减持的压力不大。

2.2 IPO 尚未对市场形成明显压力

自 2009 年 6 月 19 日桂林三金首单 IPO 以来, 截止 9 月 21 日, 已经有包括中国建筑、中国中冶、光大证券等大盘股在内的 41 家公司完成了 IPO, 实际募集资金约 1056.48 亿元。此外, 包括齐心文具、爱尔眼科等 9 家已经过会但暂时没有开始申购的新股, 预计募集资金约 19.14 亿元。

在发行市盈率高企的情况下, 认购资金仍然充沛。从目前的情况来看, IPO 尚未对市场形成明显压力。

图表 3 4: 近期 IPO

代码	简称	招股日期	发行价	发行数量 (万股)	预计募资 (亿)	实际募资 (亿)
300018	中元华电	9月28日		1,635.00	1.85	
300014	亿纬锂能	9月28日		2,200.00	2.062	
300013	新宇物流	9月28日		1,500.00	1.4006	
300017	网宿科技	9月28日		2,300.00	2.4244	
300019	硅宝科技	9月28日		1,300.00	1.6342	
300011	鼎汉技术	9月28日		1,300.00	2.1557	
300016	北陆药业	9月28日		1,700.00	1.2389	
300015	爱尔眼科	9月28日		3,350.00	3.4036	
2301	齐心文具	9月24日		3,120.00	2.9717	
300007	汉威电子	9月21日	27	1,500.00	1.8157	4.05
300008	佳豪船舶	9月21日	27.8	1,260.00	1.2056	3.5028
300003	乐普医疗	9月21日	29	4,100.00	5.1673	11.89
300005	探路者	9月21日	19.8	1,700.00	2.199	3.366
300001	特锐德	9月21日	23.8	3,360.00	4	7.9968
300004	南方风机	9月21日	22.89	2,400.00	2.875	5.4936
300009	安科生物	9月21日	17	2,100.00	1.66	3.57
300006	莱美药业	9月21日	16.5	2,300.00	1.4422	3.795
300010	立思辰	9月21日	18	2,650.00	2.7623	4.77
2299	圣农发展	9月21日		4,100.00	8.5654	
2300	太阳电缆	9月21日		3,400.00	5.1159	
300002	神州泰岳	9月21日	58	3,160.00	8.4453	18.328
601888	中国国旅	9月15日	11.78	22,000.00	17.047	25.916
2297	博云新材	9月10日	10.8	2,700.00	1.9468	2.916
2298	鑫龙电器	9月10日	9.5	2,800.00	1.65	2.66
2295	精艺股份	9月7日	13	3,600.00	3.9945	4.68
2296	辉煌科技	9月7日	25	1,550.00	1.3827	3.875
601618	中国中冶	8月31日	5.42	350,000.00	168.48	189.7
2294	信立泰	8月25日	41.98	2,850.00	5.2076	11.9643
2293	罗莱家纺	8月25日	27.16	3,510.00	5.2297	9.5332
2292	奥飞动漫	8月21日	22.92	4,000.00	4.6671	9.168
2291	星期六	8月18日	18	5,500.00	5.6	9.9
2290	禾盛新材	8月18日	27.8	2,100.00	2.507	5.838
2289	宇顺电子	8月14日	15.88	1,850.00	2.4999	2.9378
2288	超华科技	8月14日	12.1	2,200.00	1.4322	2.662
2286	保龄宝	8月11日	20.56	2,000.00	2.7159	4.112
2287	奇正藏药	8月11日	11.81	4,100.00	2.9028	4.8421
2284	亚太股份	8月7日	18.8	2,400.00	4.4	4.512
2285	世联地产	8月7日	19.68	3,200.00	3.1924	6.2976
2282	博深工具	8月4日	11.5	4,340.00	4.0491	4.991
2283	天润曲轴	8月4日	14	6,000.00	6.1388	8.4
2280	新世纪	7月31日	22.8	1,350.00	1.5425	3.078
2281	光迅科技	7月31日	16	4,000.00	3.2792	6.4
601788	光大证券	7月27日	21.08	52,000.00		109.616
2279	久其软件	7月23日	27	1,530.00	2.1848	4.131
2278	神开股份	7月20日	15.96	4,600.00	6.1	7.3416
601668	中国建筑	7月13日	4.18	1,200,000.00	405.0968	501.6
601107	四川成渝	7月6日	3.6	50,000.00	20	18
2277	家润多	6月30日	19.58	5,000.00	5	9.79
2276	万马电缆	6月24日	11.5	5,000.00	3.425	5.75
2275	桂林三金	6月19日	19.8	4,600.00	6.3413	9.108

数据来源：中投证券研究所, wind

3、盈利增长回暖 成为推动大盘的主要动力

伴随着经济的复苏进程，今年上半年净利率与总资产周转率触底回升，且伴随宽松的货币政策导致权益系数持续走高。三季度总资产周转率与净利率预计仍处于复苏中的上升周期；但伴随下半年货币供应量增速走低，从3季度开始权益系数会逐步下降。综合三个因素的变化，预计该板块今年三季度比二季度业绩环比增长5%。该板块逐季及2009年、2010年的预期ROE如下表。

图表3 5：扣除金融、综合性石油天然气板块后A股的盈利预期

	2009年 1q	2009年 2q	2009年 3q F	2009年 4q F	2009年 F	2010年 F
净利率	3.7%	5.0%	5.3%	1.5% ¹	3.9%	5.0%
单季年化总资产周转率	0.60	0.73	0.74	0.75	0.70	0.75
权益系数	2.41	2.45	2.37	2.27	2.30	2.22
ROE（单季或年）	1.3%	2.2%	2.3%	0.6%	6.2%	8.3%

资料来源：中投证券研究所

我们利用企业盈利增速与企业ROE之间的关系测度盈利预期，可以测得扣除金融、综合性石油天然气后剩余上市公司的盈利增速。

再根据我们研究员对银行、保险、多元金融、综合性石油天然的盈利预期，我们可以得到整体A股2009年、2010年的盈利预期分别为10.5%、22.8%。

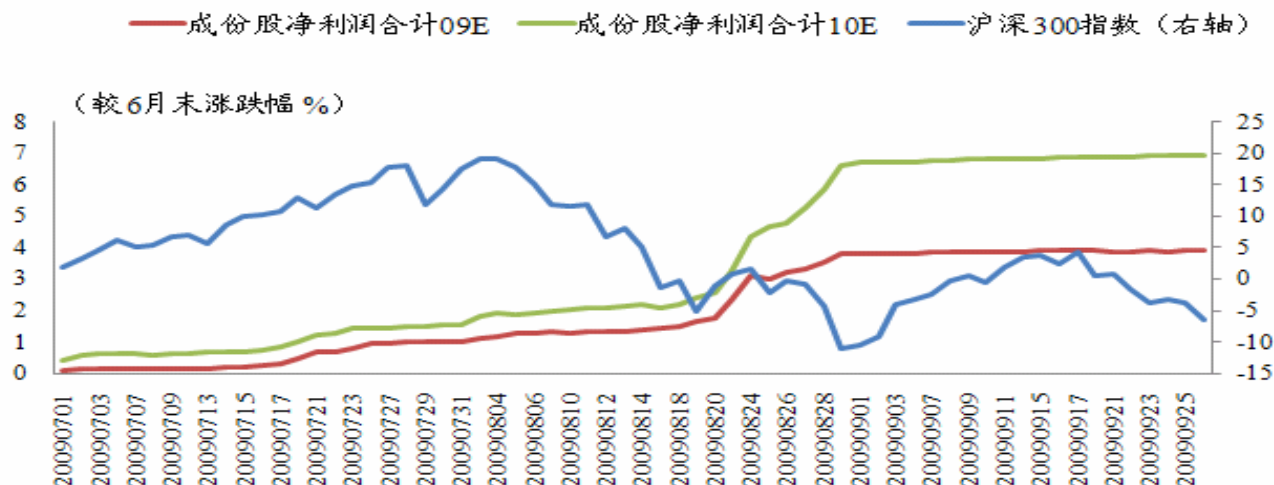
图表3 6：盈利增速预测

盈利增速	2008年A	2009年F	2010年F
银行	32.9%	10.0%	15%
保险	-75.9%	98.0%	10%
多元金融	-51.6%	11.7%	9%
综合性石油天然气	-24.3%	35.7%	8.0%
扣除金融、综合性石油天然气后剩余上市公司	-32.7%	-5.8%	48.4%
整体	-14.5%	10.5%	22.8%

资料来源：中投证券研究所

随着经济复苏的真实展开，需求的复苏逐步传导到企业的利润增长上来。随着复苏进程的展开，投资者不断调高盈利增长预期。我们认为未来股指的上涨主要依靠企业盈利增长来推动。

图表 3 7：市场一致性盈利增速预测



资料来源：WIND 中投证券研究所

三、点位预测及风险因素

1、四季度运行区间在 2600 点到 3200 点

在下半年策略报告里，我们认为估值修复行情以 PE25.6 倍为界限，向上为复苏预期行情，因此我们认为 $PE(TTM) \approx 25.6$ 将是四季度股指运行的下限，对应上证指数 2600 点左右；从流动性的角度看，我们发现 M1-M2 与 PE(TTM) 存在明显相关关系：05 年 4 月以来（股改之后）两者的关系为 $PE = 30.13 + 1.62 * (\Delta M1 - \Delta M2)$ 。8 月份 $\Delta M1 - \Delta M2 = -0.8$ ，对应市盈率 28.83 倍左右。我们认为 $\Delta M1 - \Delta M2$ 仍有可能继续收窄或变为正数，证指数向上空间上限在 3000 点到 3200 点。

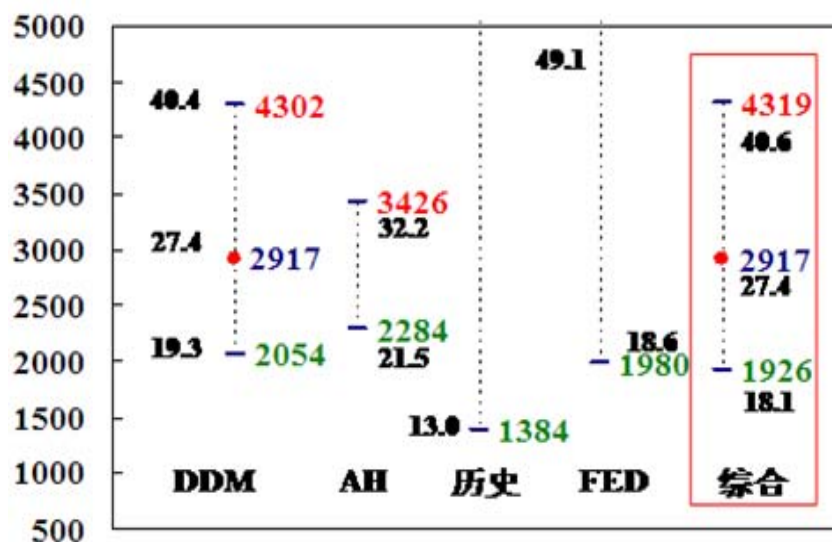
图表 3 8：上证指数市盈率



资料来源: Bloomberg 中投证券研究所

而金融工程组提供的测算也显示,上证指数按中枢上下 10%计,中短期市场波动上限为 3208 点,下限为 2625 点。

图表 3 9: 中投证券研究所点位测算结果



资料来源: 中投证券研究所

对于四季度股指运行轨迹的判断,我们的观点是:

1、在估值水平无法大幅扩张的情况下,10 月份的上市公司 3 季度业绩浪将成为推动股指上涨的重要动力,股指也将出现季度内的高点;

2、在 10 月份出现阶段性高点后,由于投资者对 11 月中央经济工作会议的宏观政策取向仍存在一定的分歧,在高估值水平和年底兑现投资收益的压力之下,大盘更可能出现反复震荡的走势。

2、突破上下限预测的风险因素

四季度我们建议重点跟踪的三个预测指标仍然是：1、地产销售和地产投资；2、流动性；3、盈利增长。在报告前面的内容里我们认为地产投资能够温和增长；流动性趋于稳定有利于估值水平的稳定；而企业盈利增长的趋势逐步显现。

货币政策对（地产）投资以及估值水平都有重大影响，如果国内外货币政策出现突然转向、地产销售萎缩导致地产投资下降、复苏带来的需求无法有效传导到企业盈利等负面因素出现的话，上证指数有可能突破 2600 点的下限。这种情况发生在 11 月以后的可能性更大。

如果地产销售超过预期导致地产投资增长超过我们的预期（20.6%），需求推动价格上涨并传导到盈利增长超过预期，那么上证指数突破 3200 点的可能性加大。

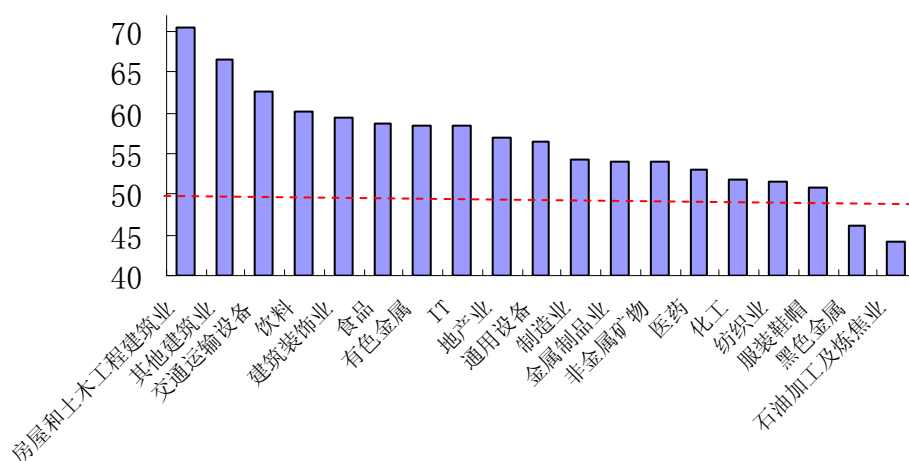
第三部分 行业配置：投资是主线 消费有热点

通过报告第二部分的分析我们认为行业投资机会主要表现为：投资领域是主线，消费领域有热点。

一、行业景气度分析

根据最新的重点行业 PMI 读数，我们对相关行业作出如下排序：

图表 40：重点行业 PMI 景气排序（2009 年 9 月）



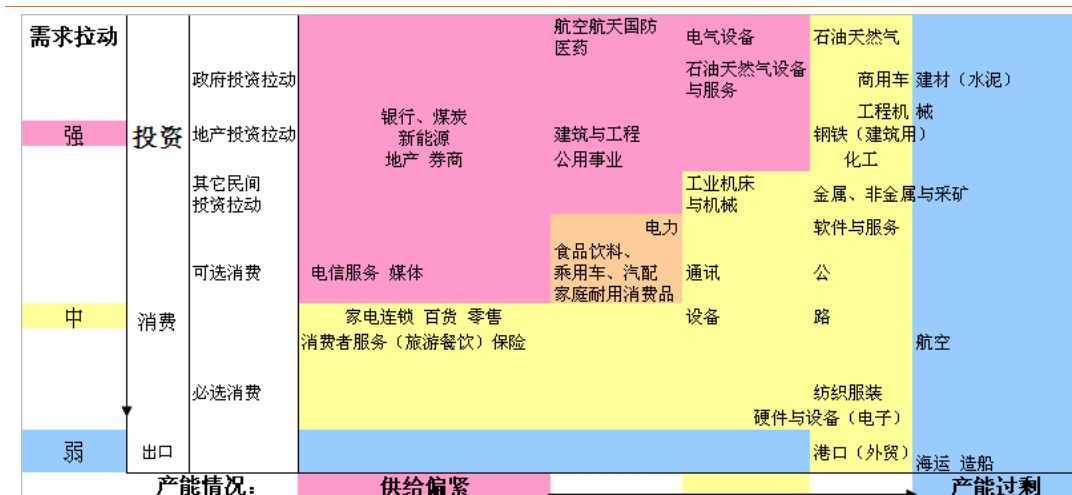
资料来源：CEIC、中投证券研究所

从 9 月份 PMI 指标可以看出，除黑色金属和石油加工和炼焦业外，其它重点行业 PMI 指标都处于 50 以上，显示处于景气区域。

另外，我们发现地产相关的建筑行业景气状态明显高企，而与出口关系密切的纺织服装行业则刚刚进入景气状态。

在各重点行业 PMI 最新读数的基础上，结合我们在第二部分对投资、消费和出口拉动经济增长的分析，在四季度行业配置选择上，我们从它们的拉动效用以及供给瓶颈/产能过剩两个维度对各主要行业进行景气度划分如下：

图表 4 1：四季度各主要行业供求景气判断



资料来源：中投证券研究所

按照行业景气度的维度来划分

上图中浅红色区域内的行业是我们认为景气度高的行业。这些行业受益于国内需求，包括投资需求和消费需求拉动。与此同时，这些行业的产能过剩问题不算严重。（其中银行：受益于政府投资和地产投资的需求拉动，同时下半年随着息差的见底回升，银行在资金供求的博弈上处于有利地位；券商：投资需求启动、经济见底复苏后，股票市场交投活跃，而企业融资活动将趋向活跃，IPO 重启将对具有投行优势的券商带来重大业务利好）

褐色区域内的行业，它们存在较旺盛的需求拉动，但是由于存在明显的产能过剩问题，其景气程度要逊于浅红色区域内的行业。这些行业主要包括电力、食品饮料、乘用车和汽配以及家庭耐用消费品。

浅黄色区域内的行业是我们认为景气度适中的行业：它们所受的需求拉动来自具有结构性增长机会的消费领域，或者是虽然所处行业明显受益于投资增长拉动，但是行业存在比较严重的产能过剩问题。

浅蓝色区域内的行业是我们认为景气度仍然较低的行业：这些行业普遍存在严重的产能过剩问题。

二、更加重视估值和技术面角度配置行业

我们判断四季度是慢牛震荡行情，A 股市场的估值水平大幅扩张的可能性不大，股指的上涨主要由盈利增长来推动。因此从估值（PB、PE、ROE、盈利增长预测）和技术面（相对涨跌幅）的角度去考虑行业配置的因素将更加重要。

在 GICS 二级分类的 48 个行业中，我们把市值排名前 36 位的行业进行

了估值和技术面的正态分布打分排序。其结果如下:

图表 4 2: 从估值和技术面进行的正态分布打分排序

估值和技术面综合打分	总体正态分布打分情况	配置建议
建筑与工程III	6.7	偏多
综合性石油天然气	6.3	偏多
钢铁	5.4	偏多
海运III	5.1	偏多
银行	4.7	偏多
公路与铁路运输	4.4	偏多
石油天然气设备与服务	4.2	偏多
多元金融	3.9	偏多
房地产	3.7	偏多
造船	3.4	偏多
交通基础设施	2.0	偏多
公用事业II	2.0	偏多
电力	1.5	中性
建材III	1.3	中性
煤炭与消费用燃料	1.1	中性
媒体II	0.9	中性
金属、非金属与采矿	0.7	中性
电信服务II	0.5	中性
工程机械	-0.1	中性
化工	-0.2	中性
电气设备	-0.5	中性
工业机械与机床	-0.6	中性
保险II	-1.3	中性
食品、饮料与烟草	-1.3	中性
旅游	-1.8	中性
零售业	-2.0	偏空
半导体与半导体生产设备	-2.3	偏空
综合类III	-2.6	偏空
航天航空与国防III	-2.7	偏空
汽车与汽车零部件	-2.8	偏空
纺织品、服装与奢侈品	-3.6	偏空
制药、生物科技与生命科学	-3.7	偏空
航空III	-4.5	偏空
软件与服务	-4.7	偏空
家庭耐用消费品	-5.4	偏空
技术硬件与设备	-6.4	偏空

资料来源: 中投证券研究所

这种排序的结果与我们前面提到的以行业景气度的排序结果形成了一定的背离。

图表 4 3: 行业景气度与相对估值、涨跌幅比较

GICS二级行业	估值和技术面配置建议	行业景气度配置建议	综合行业配置建议
建筑与工程III	偏多	景气度高	超配
银行	偏多	景气度高	超配
石油天然气设备与服务	偏多	景气度高	超配
多元金融	偏多	景气度高	超配
房地产	偏多	景气度高	超配
煤炭与消费用燃料	中性	景气度高	超配
媒体II	中性	景气度高	超配
电信服务II	中性	景气度高	超配
电气设备	中性	景气度高	超配
制药、生物科技与生命科学	偏空	景气度高	超配
食品、饮料与烟草	中性	景气度中偏高	超配
综合性石油天然气	偏多	景气中等	标配
钢铁	偏多	景气中等	标配
海运III	偏多	景气度低	标配
公路与铁路运输	偏多	景气中等	标配
交通基础设施	偏多	景气度低	标配
公用事业II	偏多	景气中等	标配
电力	中性	景气中等	标配
建材III	中性	景气度低	标配
金属、非金属与采矿	中性	景气中等	标配
工程机械	中性	景气中等	标配
化工	中性	景气中等	标配
工业机械与机床	中性	景气中等	标配
保险II	中性	景气中等	标配
旅游	中性	景气中等	标配
汽车与汽车零部件	偏空	景气度中偏高	标配
家庭耐用消费品	偏空	景气度中偏高	标配
半导体与半导体生产设备	偏空	景气中等	标配
零售业	偏空	景气中等	标配
技术硬件与设备	偏空	景气中等	标配
造船	偏多	景气度低	低配
综合类III	偏空	景气度低	低配
航天航空与国防III	偏空	景气度高	低配
纺织品、服装与奢侈品	偏空	景气中等	低配
航空III	偏空	景气度低	低配
软件与服务	偏空	景气中等	低配

资料来源：Wind、中投证券研究所

三、综合配置建议

我们的最终的行业配置建议是建立在两种分析维度的综合判断上做出的结论：

建议超配建筑与工程、银行、石油天然气设备与服务、券商、地产、煤炭、媒体、电信与服务、电气设备、医药和食品饮料。

图表 4 4：综合行业配置建议

GICS二级行业	估值和技术面配置建议	行业景气度配置建议	综合行业配置建议
建筑与工程III	偏多	景气度高	超配
银行	偏多	景气度高	超配
石油天然气设备与服务	偏多	景气度高	超配
多元金融	偏多	景气度高	超配
房地产	偏多	景气度高	超配
煤炭与消费用燃料	中性	景气度高	超配
媒体II	中性	景气度高	超配
电信服务II	中性	景气度高	超配
电气设备	中性	景气度高	超配
制药、生物科技与生命科学	偏空	景气度高	超配
食品、饮料与烟草	中性	景气度中偏高	超配
综合性石油天然气	偏多	景气中等	标配
钢铁	偏多	景气中等	标配
海运III	偏多	景气度低	标配
公路与铁路运输	偏多	景气中等	标配
交通基础设施	偏多	景气度低	标配
公用事业II	偏多	景气中等	标配
电力	中性	景气中等	标配
建材III	中性	景气度低	标配
金属、非金属与采矿	中性	景气中等	标配
工程机械	中性	景气中等	标配
化工	中性	景气中等	标配
工业机械与机床	中性	景气中等	标配
保险II	中性	景气中等	标配
旅游	中性	景气中等	标配
汽车与汽车零部件	偏空	景气度中偏高	标配
家庭耐用消费品	偏空	景气度中偏高	标配
造船	偏多	景气度低	低配
零售业	偏空	景气中等	低配
半导体与半导体生产设备	偏空	景气中等	低配
综合类III	偏空	景气度低	低配
航天航空与国防III	偏空	景气度高	低配
纺织品、服装与奢侈品	偏空	景气中等	低配
航空III	偏空	景气度低	低配
软件与服务	偏空	景气中等	低配
技术硬件与设备	偏空	景气中等	低配

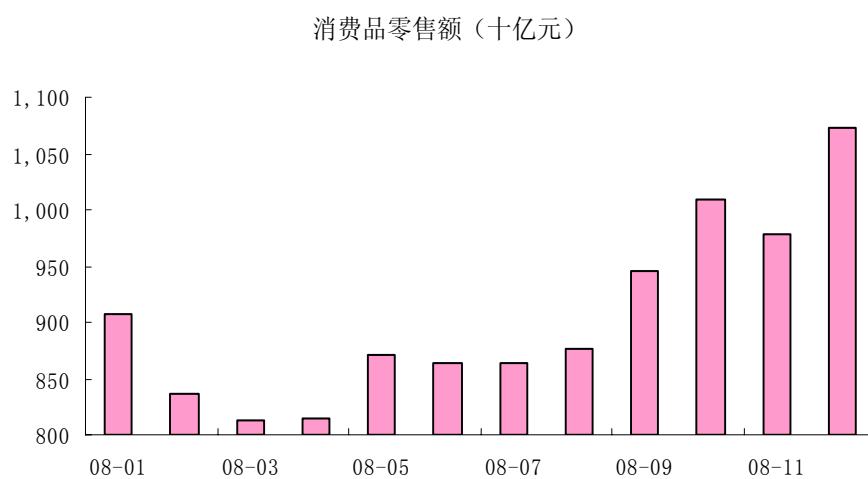
资料来源：中投证券研究所

对于在估值和技术面正态分布打分中排在后 20%区间的行业,我们建议给予谨慎的态度。因此对航天航空和国防行业,虽然从景气度的维度分析,其属于超配范畴,但是考虑到其基本面和技术面因素,我们还是在最终的综合建议上给予了低配的建议。

对于半导体与半导体生产设备和技术硬件与设备行业,从估值和技术面的角度看,其属于偏空,从行业景气度的角度看,其属于中等景气程度。结合行业分析师自下而上的分析,我们给予这两个行业标配的建议。

对于零售业,,从估值和技术面的角度看,其属于偏空,从行业景气度的角度看,其属于中等景气程度。考虑到零售行业四季度的销售旺季因素,我们给予其标配建议。

图表 4 5: 消费品零售额具有明显的季节性



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

附录： 预测每年城镇新增人口和改善性住房需求接近 6 亿平米

1999 年以来城镇新增人口的年均值在 1900 万人左右，如果按照城镇新增人口人均住房 15 平米的标准来算的话，新增城镇人口对住房的需求面积在 2.85 亿平米左右。

以 2008 年人口为基数，我们测算了从 2002 年到 2008 年间城镇人口人均改善性住房面积每年提高的幅度在 0.47 平米。如果未来两年仍保持这个速度，那么每年改善性住房的需求在 3 亿平米左右。

每年城镇新增人口和改善性住房需求加起来大约为 5.88 亿平米。

图表 4 6： 每年潜在的城镇化和改善性需求预测（亿平米）

年均新增城镇人口（万人）	新增城镇人口人均住房标准（平米）	新增城镇人口住房需求（亿平米）
1200	10	1.2
	15	1.8
1500	10	1.5
	15	2.25
1900	10	1.9
	15	2.85
城镇人口（亿）	人均提高住房面积（平米）	改善性住房需求面积（亿平米）
6.06	0.1	0.606
	0.2	1.212
	0.3	1.818
	0.5	3.03
	1	6.06
每年潜在城镇化和改善性需求（亿平米）		5.88

资料来源：CEIC，中投证券研究所

由于决定投资性需求的因素更为复杂，我们在这里就不进一步展开分析。对于投资性需求，我们目前的判断是，在利率相对较低和实体经济投资机会相对贫乏的环境下，目前投资性资金对住房更多地表现为需求而非套现的供给压力。

如果年销售低于 5.88 亿平米的水平的话，我们认为是房价过高抑制了合理需求，行业处于过热状态。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

分析师简介

刘浩波，中投证券资深策略分析师，不列颠哥伦比亚大学 MBA，12 年实业投资、风险投资、股权投资和二级市场投资经验。

许应涛，中投证券策略分析师，中国人民大学经济学硕士。擅长证券市场的基本面及技术面分析；具有丰富的股票和期货投资经验。通过深入的策略分析，深度挖掘国内 A 股市场中的投资机会。

曹雪锋，中投证券策略分析师，经济学博士，主要研究宏观策略，产业配置。

张媛媛，中投证券研究所实习助理分析师，中国科学院研究生院经济学硕士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434